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 20 de marzo 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 20 DE MARZO DE 2020

Lugar: Reunión celebrada por enlaces virtuales institucionales.

Fecha de la sesión de la Junta de Gobierno: 19 de marzo de 2020.

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

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

GERARDO ESQUIVEL HERNÁNDEZ

La rápida propagación del coronavirus COVID-19 provocó que en distintas partes del mundo se tomaran medidas drásticas de distanciamiento social con el fin de contener el contagio y de preservar la salud de la población. Estas medidas interrumpieron el flujo normal de actividad económica global y han comenzado a generar problemas de suministro en las cadenas globales y una significativa disminución de la demanda mundial.

Ante tal situación, las perspectivas de crecimiento mundial se redujeron drásticamente y se incrementó la volatilidad en los mercados financieros internacionales. La aversión al riesgo aumentó en magnitud semejante a lo observado en la crisis de 2008-2009. Esto repercutió negativamente en las bolsas de valores alrededor del mundo y en la cotización de las monedas de economías emergentes. Los precios de las materias primas se ajustaron a la baja, lo que contribuyó a una disputa entre países productores de petróleo que se tradujo en una caída aún mayor del precio internacional del crudo.

Los bancos centrales de las principales economías avanzadas respondieron a este nuevo contexto relajando en forma agresiva sus posturas monetarias. A pesar de ello, se espera que el crecimiento en estas economías sea notoriamente menor al que se pronosticaba al inicio del año. Para las economías emergentes también se pronostica un debilitamiento muy marcado de la actividad económica, mientras que en China se espera una fuerte contracción en el primer trimestre y una lenta recuperación posterior.

Sin embargo, aún podría presentarse un escenario más negativo si se agravara la crisis sanitaria o si hubiera una mayor inestabilidad financiera global. Además, también podrían gestarse mayores tensiones geopolíticas y comerciales como consecuencia de esta crisis. Por ello, el balance de riesgos para la actividad mundial y los mercados financieros globales se encuentra significativamente sesgado a la baja.

En lo que respecta a los mercados financieros de países emergentes, estos han experimentado flujos de salida de capital a un ritmo no visto desde el episodio del *taper-tantrum* en 2013. La salida de fondos ha afectado tanto a los mercados de renta fija como a los de renta variable.

En cuanto a la inflación general y subyacente de las economías avanzadas, se espera que estas disminuyan como consecuencia de la debilitada actividad económica y de los menores precios de las materias primas. La inflación de economías emergentes también podría beneficiarse de los factores anteriores, aunque también se vería afectada por la depreciación cambiaria observada en varios de estos países.

En el contexto anterior, varios bancos centrales redujeron sus tasas de interés en forma agresiva e incluso en reuniones fuera de calendario: la Reserva Federal bajó su tasa en 150 puntos base, el Banco de Canadá en 100 puntos base, el de Inglaterra en 65 puntos base, el de Australia en 50 puntos base y el de Nueva Zelanda en 75 puntos base. Otros bancos, cuyas tasas de interés ya estaban en terreno negativo, como el BCE y el Banco de Japón, las mantuvieron negativas. Varios países emergentes también redujeron sus tasas de interés en forma importante: Polonia, Israel, República Checa, Sudáfrica, Turquía, Brasil, Perú y Chile, entre otros. Las tasas en algunos países latinoamericanos se encuentran en niveles históricamente bajos: Brasil en 3.75 %, Perú en 1.25 % y Chile en 1 %.

Varios bancos centrales también anunciaron programas importantes de compra de activos para apuntalar los precios de aquellos activos considerados clave para la estabilidad financiera de cada país. Por ejemplo, la Reserva Federal anunció un programa de compras de bonos gubernamentales y de valores respaldados por hipotecas. El Banco Central de Canadá anunció uno similar para bonos hipotecarios locales. El Banco Central Europeo realizará adquisiciones de bonos corporativos, de activos emitidos por el gobierno de Grecia y de papel comercial de compañías no financieras, entre otros valores. Por su parte, en Japón se incrementarán las compras de fondos accionarios y fondos de inversión inmobiliaria. Cabe señalar que también los bancos centrales de algunas economías emergentes están implementando este tipo de compras, como es el caso de Polonia o Chile.

En este sentido, cabe señalar que quizá sea un buen momento para que el propio Banco de México considere este tipo de intervenciones dentro de las herramientas disponibles para enfrentar la situación actual. Dado que una parte importante de la inestabilidad actual se debe a la drástica caída en los precios del petróleo, la cual se originó en una doble combinación de choques de oferta y demanda, y que al menos uno de ellos puede considerarse de naturaleza transitoria, el argumento para la intervención cobra mayor sentido. Es importante evitar cuanto antes la pérdida de valor de algunos activos críticos y la consecuente destrucción de colateral que acompaña a estos procesos.

Además de las reducciones en las tasas de interés y de la compra de activos, varios bancos centrales también anunciaron medidas dirigidas a proveer liquidez y a incentivar el crédito. Estas medidas también son cruciales en un contexto como el actual ya que contribuyen, por un lado, a mejorar el funcionamiento de los mercados y, por el otro, a que la relajación de la política monetaria tenga un canal de transmisión al sector real más efectivo. Por supuesto, sería deseable que este tipo de medidas también se implementaran en México para que la combinación de los distintos instrumentos dé lugar a una política monetaria más efectiva.

Con respecto a la actividad económica en México, los pronósticos apuntan casi de manera inevitable a una nueva contracción en 2020. Esto sería el resultado de la combinación de diversos choques tanto de oferta como de demanda. Por un lado, las restricciones de movilidad internas que deberán implementarse con fines sanitarios afectarán tanto a la producción como al ingreso y al consumo. De igual forma, la disrupción en la actividad económica mundial afectará las cadenas de suministro globales en las que está inserto el país y pondrá restricciones naturales a los flujos de personas y de bienes a nivel internacional. Esto sin duda afectará con especial severidad a los sectores de transporte y turismo, entre otros, pero también a algunos sectores manufactureros exportadores.

La información estadística con la que se cuenta hasta ahora imposibilita estimar con precisión la magnitud de los diversos choques. Sin embargo, la perspectiva hacia adelante es de una fuerte contracción en la actividad económica nacional asociada a la previsible caída de la demanda interna y de las exportaciones, y a paros técnicos en algunas industrias derivados de la falta de suministros. Los pronósticos realizados hasta ahora por analistas privados van desde una ligera contracción de 1 % hasta caídas superiores a 5 %, con la mayor parte de las estimaciones concentradas en un rango de entre -2 y -4 %.

En cualquier caso, el balance de riesgos de la actividad económica está fuertemente sesgado a la baja. Además, aún existe el riesgo de un agravamiento del contagio del coronavirus mayor al esperado o bien que la actividad mundial se vea afectada por un periodo más prolongado. Por supuesto, también existen diversos riesgos sobre los mercados financieros locales que podrían repercutir negativamente en la actividad económica nacional.

En cuanto a la inflación general anual en México, esta repuntó en febrero como consecuencia, principalmente, de un efecto de base de comparación y por el incremento en los precios de algunos productos agropecuarios. No obstante, la inflación subyacente continuó con una tendencia ligeramente descendente. Por su parte, la inflación de las mercancías alimenticias disminuyó después del incremento observado a consecuencia del ajuste al IEPS, mientras que la inflación de los servicios continuó disminuyendo.

Hacia adelante, la inflación estará determinada por el peso relativo de diversos factores. El primero es la reducción significativa en los precios de las materias primas y, en especial, en los precios del petróleo. Este factor ejercerá una presión a la baja sobre la inflación. En segundo lugar, la disminución prevista en la demanda agregada también ejercerá una presión a la baja, al ampliarse las condiciones de holgura. Finalmente, la significativa depreciación del tipo de cambio que se ha venido observando podría ejercer una cierta presión al alza sobre los precios. El resultado final dependerá de la combinación de estos elementos.

En este contexto, un precio clave en la evolución futura de la inflación es el precio doméstico de la gasolina. Aquí cabe señalar que el precio internacional de las gasolinas ha disminuido en un mayor porcentaje que el incremento en el tipo de cambio, por lo que el precio en moneda local debería disminuir. Esto en efecto ya ha empezado a ocurrir en distintas partes del país. Dada su contribución a la inflación general y su rol en la determinación de otros precios, la disminución en los precios de los energéticos se convertiría entonces en un importante sesgo a la baja en la inflación, incluso a pesar de la depreciación cambiaria.

Por lo anterior, considero que el balance de riesgos para la inflación se encuentra ligeramente sesgado a la baja. Esto se debe a que, primero, el choque en los precios de los productos agropecuarios típicamente se deshace en unos cuantos meses; segundo, ya se han empezado a registrar disminuciones en los precios de los energéticos y en especial de las gasolinas; tercero, si bien el tipo de cambio se ha depreciado, considero que los otros factores, es decir, los precios de las materias primas y la caída en la demanda agregada, terminarán por ejercer una mayor influencia sobre la inflación, limitando así el efecto nocivo de la depreciación.

Los mercados financieros nacionales tuvieron un marcado deterioro desde la anterior decisión de política monetaria. El peso se depreció 28 % desde el 10 de febrero, la bolsa cayó 20 %, las tasas de interés a 10 años subieron 161 puntos base y el *CDS* soberano se incrementó en 185 puntos base.

La depreciación del peso se explica por diversos factores, algunos comunes al resto de las economías emergentes y otros de un carácter más particular. Desde luego, un efecto común es el dramático incremento en la aversión al riesgo observado en los mercados financieros globales. Sin embargo, la moneda mexicana también se ha visto afectada por la estrepitosa caída en los precios del petróleo. Este segundo factor ha afectado tanto al peso como a las monedas de otros países exportadores de petróleo tales como Rusia, Noruega, Brasil y Colombia.

Sin embargo, un dato adicional que no debe perderse de vista es el hecho de que los países con mayores diferenciales de tasas de interés con respecto a Estados Unidos sufrieron depreciaciones de sus monedas más severas que las observadas en economías con un diferencial pequeño o incluso negativo. El argumento estándar esgrime que tener altas tasas de interés nos protege contra riesgos, nos permite mantener un tipo de cambio más estable y, en última instancia, es un factor que contribuye a la estabilidad macroeconómica. Sin embargo, el fenómeno observado antes descrito cuestiona el fondo del argumento, desde mi punto de vista erróneo, que plantea la necesidad de mantener un elevado diferencial de tasas de interés como mecanismo de protección frente a algunos riesgos internos o externos.

¿Cómo podría explicarse que las monedas de países con mayores diferenciales de tasas se hayan depreciado más que otras? En ocasiones anteriores he ofrecido algunos argumentos que podrían servir para entender este fenómeno. En primer lugar, las altas tasas de interés atraen capital del tipo especulativo, que es el primero en retirarse en episodios de aversión al riesgo. La velocidad con la que se van suele ser mayor que la de llegada, por lo que un proceso paulatino de apreciación cambiaria podría ser seguido por una depreciación súbita y pronunciada como la que ahora hemos observado. Segundo, una tasa de interés real alta por un periodo prolongado merma los fundamentos macroeconómicos del país ya que genera menor consumo, menor inversión y menor crecimiento. Además, afecta las finanzas públicas, lo que eventualmente repercute en las primas de riesgo soberano. A su vez, la falta de crecimiento, afecta las ganancias de las empresas, lo que eventualmente afecta a los mercados de renta variable. En este sentido, las altas tasas de interés producen condiciones de la economía real poco atractivas para los inversionistas, lo que termina repercutiendo negativamente en el tipo de cambio precisamente en episodios de alta volatilidad como los actuales. Por lo anterior, no debe sorprender que cuando las perspectivas para la actividad mundial se deterioran, las monedas más afectadas sean las de aquellos países que sostuvieron políticas monetarias demasiado restrictivas y que afectaron las ya de por sí deterioradas perspectivas económicas.

En lo que respecta a la política fiscal en México, esta enfrenta una muy difícil coyuntura. Por un lado, enfrenta un doble choque negativo en sus ingresos a través de la esperada caída en los ingresos petroleros -cubiertos parcialmente, al menos por este año- y por la anticipada reducción en los ingresos derivada de una menor actividad económica; por otro lado, la política fiscal se enfrenta al dilema de si debería actuar o no para tratar de amortiguar la contracción prevista en la actividad económica. Evidentemente, esta circunstancia lleva a plantearse sobre la necesidad o no de cumplir con las metas fiscales incorporadas en el programa económico ya anunciado.

Considero que la situación actual es de tal gravedad, que una posibilidad sería postergar el objetivo del superávit primario al menos por este año. Otra opción es que el gobierno haga uso de algunas de las fuentes potenciales de ingresos extraordinarios con las que cuenta por más de 400 000 millones de pesos, las cuales le permitirían cumplir con la meta de balance público, aunque ello implicaría de cualquier manera un mayor cociente de deuda pública a PIB. Considero que en las circunstancias actuales es deseable que la política fiscal adopte una postura expansiva que le permita mitigar los enormes costos económicos y sociales que podrían sobrevenir como resultado de una importante contracción económica.

Por otra parte, Pemex enfrenta una situación aún más compleja. No sólo ya venía presentando una situación financiera frágil, sino que ahora enfrenta la caída en el precio del petróleo. En este sentido, no debiera descartarse una evaluación de algunos de sus proyectos de inversión actuales y/o un mayor apoyo económico-financiero por parte del Gobierno federal.

Nos encontramos en una coyuntura en donde se observan señales muy preocupantes de deterioro en la actividad económica combinadas con un panorama estable, o incluso positivo, para la inflación. Considerando que el objetivo prioritario del Banco de México es procurar la convergencia de la inflación a su meta, pero que esto debe ocurrir con los menores costos posibles para la economía, considero que seguir manteniendo una postura monetaria demasiado restrictiva resulta muy costoso y pone en peligro la consecución del propio objetivo de inflación. Por esta razón, mi voto es a favor de una reducción de la tasa de interés objetivo de 50 puntos base.

Tomando en cuenta las perspectivas para la actividad económica considero que, hacia adelante, el Banco Central tiene la responsabilidad de tratar de minimizar los costos de la política monetaria sobre la economía, por lo que debería tratar de transitar lo más pronto posible hacia una postura monetaria neutral o incluso ligeramente acomodaticia.

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 6.5 %.

Las crisis sanitaria y económica inducen la decisión de relajar la política monetaria. No obstante, la magnitud y velocidad del ajuste tiene tres limitantes. Primera, somos una economía pequeña y abierta que enfrenta un choque externo y que el margen que ofrece la política laxa global es incierto cuando se consideran las primas de riesgo a nivel global y la fuerte depreciación; segunda, la política monetaria poco puede ofrecer para mitigar la caída de la actividad económica, y tercera, las consideraciones de mediano plazo de garantizar la convergencia con la meta inflacionaria, dado un balance de riesgos para la inflación al alza.

El impacto y consecuencias de las crisis sanitaria y económica demandan un relajamiento de la política monetaria lo antes posible dada la emergencia actual. Las estadísticas internacionales presentan un incremento impúdico de infectados del virus COVID-19 y decesos a nivel global por lo que se estima que pronto se verá un escenario similar en el caso mexicano. La volatilidad en los mercados financieros internacionales ha aumentado a niveles no vistos desde la crisis de 2009 y se espera que continúe en los próximos meses. En efecto, la volatilidad actual del S&P 500 medida a través del VIX es aproximadamente 6 veces superior al promedio observado 6 meses antes del inicio de este episodio de volatilidad.

Una acción decidida en esta dirección, complementada con otras medidas, mejorará las condiciones de liquidez y garantizará el buen funcionamiento de los mercados, además de transmitir confianza. Es por ello que ante el deterioro de las condiciones operativas en los mercados financieros y los riesgos que estos representan para la instrumentación de la política monetaria y la estabilidad financiera es necesaria una pronta acción del Banco de México a través de la reducción de la tasa objetivo; de medidas complementarias que contribuyan a mejorar las condiciones de liquidez, las cuales permitirán a las instituciones financieras contrarrestar las presiones externas y evitar desequilibrios en sus balances o incrementos involuntarios en su exposición al riesgo; de otras medidas que propicien el funcionamiento adecuado de los mercados financieros, y adelantar la decisión lo antes posible, con el mensaje implícito de urgencia y de emergencia como respuesta a la crisis inducida por el coronavirus.

Respecto a estas medidas complementarias, y siguiendo la recomendación del Fondo Monetario Internacional (FMI), se busca apoyar los determinantes de la demanda agregada y la confianza entre los consumidores y empresas al garantizar la liquidez en los mercados locales. Con ello, se propiciará el sano desarrollo del sistema financiero.

La magnitud del ajuste a la tasa objetivo tiene tres limitantes. La primera es que somos una economía pequeña y abierta que enfrenta condiciones adversas derivadas de un *shock* global.

El FMI recomienda la reducción de las tasas de interés en la medida que esto sea posible y poner el énfasis en el *forward guidance* sobre el patrón esperado de la política monetaria. Para los países emergentes, el Fondo sugiere además un balance entre apoyar el crecimiento y las evidentes necesidades de liquidez contra las presiones externas. Tal es el caso de nuestra economía, la cual al estar vinculada con el exterior, se encuentra más susceptible a la aversión al riesgo global y la moneda nacional se ha depreciado de manera importante ante este sentimiento. Estamos enfrentando un shock agregado que ha originado una recomposición de flujos hacia activos y divisas de menor riesgo. Por ello, una reducción exagerada de la tasa de referencia podría exacerbar este fenómeno.

En este sentido, el margen que ofrece la política laxa global, en especial la de la Fed, es en realidad aparente dado el incremento de las primas de riesgo, la fuerte depreciación cambiaria y la debilidad de las finanzas públicas. En efecto, la volatilidad observada se traduce en un incremento de las primas de riesgo que en parte justifica el incremento del diferencial de los activos nacionales respecto a los de Estados Unidos y originado por las reducciones de 150 puntos base en la tasas de referencia de la Fed. Las coberturas por riesgos crediticios (*CDS*, en sus siglas en inglés) para México se han incrementado de 70 puntos base a 237 puntos base en el lapso de unas semanas, es decir, 167 puntos base. Pese a todo lo anterior, la postura monetaria relativa aun presenta cierto espacio para una reducción. Sin embargo, la postura absoluta revela que se está cerca de la tasa neutral. Se ha observado una fuerte depreciación del peso por la aversión al riesgo, por lo que se ha implementado un programa de coberturas cambiarias. El incremento de la volatilidad de la divisa ha sido tal que el *carry to risk*, que es el diferencial de tres meses dividido entre la volatilidad del peso, no luce tan amplio como hace un par de semanas. Asimismo, se presentan una salida significativa de flujos de capital. Si bien hemos sostenido que las estimaciones econométricas muestran un traspaso del tipo de cambio a la inflación cercano a cero, a estos niveles de cotización de la moneda nacional se aumenta la probabilidad de que influya en las expectativas de inflación. Por último, un deterioro de las finanzas públicas es un elemento más de riesgo negativo a través de una fuerte caída de los precios del petróleo, pese a que se cuenta con un programa de coberturas; de la reducción de los ingresos tributarios como producto de la esperada contracción económica; de una presión en el gasto público debido a la implementación de paquetes de apoyo fiscal; de la insuficiencia de los fondos de estabilización, y de la utilización de los recursos del superávit primario puede tener consecuencias negativas para la calificación crediticia del soberano en el futuro.

La segunda limitante es que la política monetaria poco puede ofrecer para mitigar la caída de la actividad económica. La reducción de la tasa de referencia manda una señal importante de compromiso con el reto económico que se está enfrentado. Sin embargo, el canal del crédito de transmisión de la política monetaria es poco efectivo en México debido a la baja inclusión financiera y en el caso de un choque de oferta, como lo es ahora la pandemia del virus COVID-19. Ante esto, el instrumento más eficiente es la política fiscal, con un esquema amplio de apoyos diversos a la población y a los negocios con el fin de establecer una política anticíclica. En el presente, de acuerdo a las encuestas, la reactivación económica actual depende más de factores de confianza y gobernanza que de una baja de las tasas de interés.

La tercera limitante, son las consideraciones de mediano plazo para garantizar la convergencia con la meta inflacionaria y un balance de riesgos de la inflación al alza. Ambos factores señalan hacia cierta prudencia en el camino hacia una posición laxa. Es necesaria una estrategia de mediano plazo que considere el balance de riesgos de la inflación al alza y la posposición de la convergencia a la meta como ya sucedió y se reportó en el cuarto Informe Trimestral de Inflación de 2019. Asimismo, se debe evitar el desanclaje de las expectativas de inflación. En consecuencia, el margen de maniobra que ofrece la postura relativa no es posible aprovecharlo más que marginalmente. Una relajación en exceso en el presente mandaría una señal equivocada para la adecuada formación de expectativas de inflación. Además, una política monetaria laxa puede comprometer la meta de inflación de acuerdo a la trayectoria establecida para la convergencia de la inflación con su meta. No obstante, la situación de emergencia que se presenta con la pandemia actual sugiere poner menos énfasis en el cumplimiento cabal del objetivo puntual de inflación en el corto plazo.

Creo necesario plantear que, dada la situación de crisis y de emergencia, sería deseable una mayor reducción en la tasa de referencia. En principio, mi voto hubiera sido por una reducción de 75 puntos base. Sin embargo, en busca de una decisión unánime que mandara una señal mucho más clara, acepto la posición de bajar, por lo pronto, 50 puntos base y monitorear el desempeño de los mercados y los indicadores económicos para tomar más decisiones en el mismo sentido en el futuro cercano. Las tres restricciones anteriormente mencionadas son una limitante, por lo que un deterioro mayor en los mercados financieros será considerado para evaluar la necesidad de medidas adicionales en caso de ser necesario. En este contexto de fragilidad e incertidumbre se necesita más que nunca que el Banco de México sea vigilante a los acontecimientos e incorpore la información relevante para la mejor toma de decisiones.

IRENE ESPINOSA CANTELLANO

Durante las últimas semanas, el panorama económico y financiero a nivel global ha sufrido un rápido y significativo deterioro. La propagación del COVID-19 se ha convertido en una pandemia, con severas implicaciones para las principales economías del mundo, entre las que destacan China, Europa y Estados Unidos. Dicho suceso no solo ha generado una marcada incertidumbre en el ámbito de salud pública sino que ha trastocado a casi todos los aspectos socioeconómicos. Las medidas de aislamiento adoptadas por diversos gobiernos han propiciado un freno abrupto en la actividad económica y la ruptura de cadenas productivas de valor, transfiriendo efectos negativos prácticamente a todas las economías, independientemente del nivel de contagio del virus. Así, los pronósticos para el crecimiento mundial se han ajustado significativamente a la baja, al pasar de 3.2 % a niveles de hasta 0.5 %. La incertidumbre sobre la duración de la pandemia y la profundidad de sus efectos han generado un profundo sentimiento de aversión al riesgo.

Aunado a ello, los precios de los energéticos se han colapsado tanto por la expectativa de una caída en la demanda global derivada de una menor la actividad económica, como por la guerra de precios entre los principales productores de petróleo del mundo, Arabia Saudita y Rusia.

Todo ello ha generado un deterioro significativo en los mercados financieros internacionales comparable con el periodo de la crisis financiera de 2008–2009. Se han observado caídas en los mercados accionarios de hasta 45 %, depreciaciones históricas de divisas frente al dólar, sobre todo las de países emergentes. Lo anterior ha exacerbado flujos de salida tanto en mercados de renta fija como de renta variable de dichas economías, lo que ha deteriorado sus indicadores de riesgo país.

En este contexto, autoridades monetarias y fiscales de todo el mundo han dado a conocer diversas medidas extraordinarias para mitigar los efectos en el corto y mediano plazos. Los recortes en sus tasas de referencia se han acompañado de amplios programas de compra de activos, medidas para incentivar el crédito y para proveer liquidez.

En Estados Unidos, el Comité Federal de Mercado Abierto de la Reserva Federal realizó, en menos de quince días, dos reuniones fuera de calendario, en las que recortó su objetivo para la tasa de los fondos federales, en 50 y 100 puntos base, respectivamente, para dejarlo en un rango de 0 a 0.25 %. Asimismo, anunció un nuevo programa de compras de bonos por 500 000 millones de dólares y de activos respaldados por hipotecas de 200 000 millones de dólares, al tiempo que dicha autoridad redujo a cero los requerimientos mínimos de reservas para los bancos. Recientemente, anunció otra serie de medidas de facilidades de liquidez y préstamos por montos antes no vistos. Con unos de los estímulos monetarios más grandes en su historia, la Reserva Federal estadounidense espera dotar a la economía de la liquidez necesaria para hacer frente al choque de la pandemia, apuntalar las condiciones del mercado laboral y propiciar que la inflación converja a su objetivo simétrico de 2 %.

Por su parte, los bancos centrales de Europa, Japón, Inglaterra, Canadá, Suecia, Noruega, Australia, Nueva Zelanda y China, entre otros, tomaron acciones en este mismo sentido.

Asimismo, autoridades de economías avanzadas y emergentes han anunciado paquetes de estímulo fiscal por montos sin precedente dirigidos a empresas y hogares cuyo propósito es apoyar a los sectores más afectados por la pandemia y reactivar la economía. Por ejemplo, en Alemania se aprobó un programa por 800 miles de millones de euros, y en Estados Unidos el Congreso negocia un paquete que podría ascender a los 2 billones de dólares. Medidas similares se anunciaron en Francia, España, Italia, Japón, Polonia, Chile, Corea del Sur, Indonesia, Filipinas, entre otros.

A pesar de su tamaño, las medidas anunciadas no han logrado contener el nerviosismo en los inversionistas. Por ello es indispensable contar con políticas contundentes e integrales, capaces de coordinar los esfuerzos fiscales y monetarios, que garanticen el ingreso y empleo en sectores estratégicos, y que se perciban suficientes para revertir el choque en la actividad económica.

En México, el PIB se contrajo 0.1 % durante 2019, el dato más débil desde 2009. A inicios de 2020, previo a la propagación del COVID-19, la actividad económica siguió mostrando estancamiento, sin embargo, en marzo se empezaron a reportar paros técnicos en diversos sectores, principalmente por falta de insumos importados, así como por la cancelación de diversas actividades.

Así, con base en la información provista por las autoridades, se espera que las afectaciones en salud y económicas provocadas por el COVID-19 se profundicen en el segundo trimestre y se extiendan por un período aún indeterminado.

En consecuencia, es de esperar un deterioro en el desempeño económico nacional derivado de una menor demanda global de manufacturas, una caída en consumo e inversión, así como por la contracción en sectores como turismo y servicios en general, a medida que las restricciones de movilidad se extiendan.

En este sentido, los pronósticos para la actividad económica para 2020 y 2021 de analistas y organismos internacionales se han ajustado a la baja. Ahora, la expectativa de una contracción en la actividad económica este año es el escenario central; el rango de estimados de crecimiento para 2020 se ubica entre 0.8 y -5.8 %, con un elevado nivel de incertidumbre y sesgo a la baja.

En un entorno de marcada incertidumbre global, los mercados financieros locales han presentado un desempeño negativo con un repunte extraordinario en su volatilidad y un deterioro inusitado en sus condiciones de operación. En particular, desde nuestra última reunión, el peso se ha depreciado más de 25 %, cotiza por arriba de 24 pesos por dólar y ha alcanzado un nuevo máximo histórico. De hecho, la divisa mexicana destaca entre el bloque de emergentes como la de peor desempeño, seguida del peso colombiano, el rublo ruso y el real brasileño. Dicha diferenciación se explica por factores idiosincráticos.

Por su parte, las tasas de interés de valores gubernamentales aumentaron considerablemente a lo largo de la curva de rendimientos, también con condiciones de operación desfavorables. Asimismo, los flujos de salida por parte de inversionistas extranjeros han aumentado significativamente: en marzo, la salida supera los 100 000 millones de pesos al considerar el total de los instrumentos gubernamentales. En este entorno, el diferencial de tasas de interés a 3 meses de valores gubernamentales respecto a bonos del Tesoro de los Estados Unidos se ha incrementado significativamente. No obstante, al ajustarlo por volatilidad cambiaria este se ha venido cerrando.

El mercado accionario ha caído cerca de 21 %. Si bien su desempeño ha sido mejor al de otras economías emergentes, su retroceso sigue siendo muy pronunciado.

Asimismo, durante el periodo referido el riesgo soberano, medido a través de la prima por incumplimiento crediticio, aumentó más de 200 puntos base. Ello refleja que ante el entorno de volatilidad global y la estrepitosa caída de los precios del petróleo, Pemex continúa siendo un factor de riesgo significativo para las finanzas públicas y alerta sobre la posibilidad de un recorte en la calificación crediticia del soberano en el futuro próximo.

En este contexto, el 9 de marzo, la Comisión de Cambios anunció un incremento de 10 000 millones de dólares en el programa de coberturas cambiarias e instruyó subastas por 2000 millones de dólares el 12 y 18 de marzo, con el fin de mantener un funcionamiento ordenado del mercado cambiario.

En cuanto a la inflación, entre enero y febrero, la general se incrementó de 3.24 a 3.7 %, debido principalmente al aumento en el componente no subyacente, el cual repuntó de 1.81 a 3.81 %, mientras que el subyacente continuó mostrando persistencia, alrededor de 3.7 %.

El incremento en la inflación no subyacente se tenía previsto ante la expectativa de la reversión de la inusitada caída en los precios de agropecuarios durante el último trimestre de 2019. Por su parte, la persistencia de la inflación subyacente confirma que, a pesar de mayores niveles de holgura, otros factores como los incrementos salariales han impedido su disminución.

Ante el deterioro en las condiciones globales y locales, los pronósticos para a inflación se encuentran sujetos a un alto grado de incertidumbre. Por un lado, factores como la mayor holgura en la economía y los bajos precios del petróleo podrían dar lugar a presiones a la baja. Por el otro, se podrían observar presiones al alza derivadas de la disrupción de cadenas globales de valor y escasez de algunos bienes como resultado de las medidas de suspensión temporal de actividades asociadas al COVID-19, así como de una mayor depreciación del tipo de cambio por factores externos o internos.

En resumen, existe incertidumbre sobre 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, por lo que los efectos sobre la inflación en el corto, mediano y largo plazos son inciertos.

La abrupta caída en los precios internacionales del petróleo y el panorama de estancamiento económico implican retos importantes para las finanzas públicas, las cuales previo a estos choques se encontraban ya en una situación vulnerable. Las presiones derivadas de un mayor gasto ante la contingencia por la propagación del COVID-19 y las probables necesidades de capitalización de Pemex, a la par de una mayor debilidad en los ingresos petroleros y tributarios, podrían estresar considerablemente la sostenibilidad de las finanzas públicas al requerir el uso de los fondos de estabilización, por segundo año consecutivo.

En la compleja coyuntura de incertidumbre y volatilidad en los mercados financieros internacionales y nacionales, y de afectación en la actividad económica global, el Banco de México debe actuar oportunamente con todas las herramientas a su alcance para cumplir su mandato constitucional de mantener el poder adquisitivo de la moneda y asegurar el sano funcionamiento de los mercados financieros y de los sistemas de pagos.

En lo que respecta a la conducción de la política monetaria enfrentamos retos importantes. Por una parte, las perspectivas para la actividad económica se han deteriorado significativamente, y ahora una recesión parece ser el escenario central, si bien es muy difícil cuantificar en este momento su profundidad y duración. Asimismo, la mayor aversión al riesgo asociada con la incertidumbre en torno al COVID-19, ha afectado severamente las primas de riesgo soberano y ha propiciado, en las últimas semanas, una depreciación de nuestra moneda comparable con la observada durante la crisis financiera de 2008.

En este contexto, existe el riesgo de un entorno de desaceleración o incluso contracción económica acompañado de presiones al alza sobre la inflación. Ello exige una gran cautela por parte del Banco de México en sus decisiones de política monetaria.

Con base en la información provista por el *staff* del Banco, y reconociendo que dichas proyecciones se encuentran sujetas a un significativo grado de incertidumbre, en mi opinión, en este momento existe espacio para una reducción moderada en la tasa de referencia del Banco de México.

No obstante, es relevante resaltar algunos factores críticos sobre los que, en mi opinión, debemos enfocar la atención.

En primer lugar, la mayor aversión al riego observada en las últimas semanas y la consecuente salida de flujos por parte de inversionistas extranjeros tanto en valores gubernamentales como en divisa muestra que, al ajustar por riesgo, la posición monetaria relativa podría no contar con un amplio margen como se percibe. Asimismo, el peso mexicano es una moneda con un alto nivel de sensibilidad derivado de que, al contar con un mercado líquido y profundo, se utiliza como vehículo de cobertura frente a otras divisas emergentes. Es por ello que, ante un entorno de inestabilidad cambiaria, se requiere de un mayor diferencial, lo que implica actuar con extrema cautela.

En segundo lugar, el impacto económico derivado de la pandemia encuentra en su origen un choque real, que afecta tanto a la oferta como a la demanda agregadas, por lo que, tal como lo han asumido otros países, es indispensable atender la coyuntura y sus efectos de mediano y largo plazo a través de la implementación simultánea de medidas monetarias, fiscales y financieras. El perímetro de acción de la política monetaria se centra en la tasa de referencia y en propiciar las condiciones de liquidez y crédito en moneda nacional y extranjera para el funcionamiento ordenado de los mercados financieros nacionales. No hay política monetaria que por sí sola pueda contrarrestar los efectos en la economía real de los choques observados.

En tercer lugar, la posibilidad de un paquete de apoyo fiscal contracíclico para mitigar los efectos de la pandemia sobre la economía nacional, necesariamente debería estar acompañada de un ejercicio de revaluación de prioridades que permita asignar de manera eficiente los recursos disponibles en lo inmediato a las necesidades del sector salud, y posteriormente a la reactivación de la actividad económica en sectores estratégicos afectados, empresas y familias, así como una vigorosa inversión pública. Solo a través de medidas que impulsen el crecimiento económico se podrá recuperar la recaudación y los ingresos gubernamentales en el mediano plazo, lo que daría sostenibilidad a las finanzas públicas.

Cuarto, la coyuntura eleva la alerta sobre riesgos en torno a Pemex y las finanzas públicas. Ante la perspectiva negativa en la calificación crediticia de Pemex y del soberano, los menores precios del petróleo que se observan y se esperan presentan una oportunidad para revalorar el plan de negocios de la petrolera. De no ser así, la reducción en la calificación podría ser una realidad más pronto de lo previsto.

Por último, quisiera enfatizar más que nunca la urgencia de generar políticas públicas que den certidumbre a la inversión privada. En este sentido, es imperante evitar cambio de reglas sobre inversiones ya realizadas, como las controversias en torno a gasoductos concesionados al sector privado que observamos en 2019, o la consulta pública prevista en Mexicali para la operación de una cervecera con un avance del 80 % de construcción que, en caso de ser cancelada, dañaría significativamente la confianza de los inversionistas. Nuestra economía ya se encontraba estancada, pero el choque generado por la pandemia del COVID-19 y la estrepitosa caída de los precios del petróleo plantean un escenario de contracción económica significativa por un período aún incierto. En este sentido, ninguna medida monetaria o fiscal podrá tener 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 6.5 %. Asimismo, estoy de acuerdo en adelantar el anuncio de la decisión de política monetaria, previsto para el 26 de marzo al día de hoy, con el propósito de acompañar el comunicado con el anuncio de las medidas para proveer liquidez y mejorar el funcionamiento de los mercados financieros nacionales.

Considero fundamental que el comunicado de política monetaria señale que el Banco de México estará vigilante de la evolución de la coyuntura y que tomará todas las medidas en su ámbito de competencia para que la economía se ajuste ordenadamente ante las condiciones actuales.

JAVIER EDUARDO GUZMÁN CALAFELL

En el transcurso de las últimas semanas, el panorama económico global se ha deteriorado fuertemente como consecuencia de las disrupciones en la actividad, tanto ocurridas como esperadas, resultado de la propagación del coronavirus COVID-19. En vista de la magnitud del choque y de los efectos ya registrados por algunas de las cifras oportunas, es de esperarse una contracción significativa del PIB mundial durante el primer trimestre de este año, misma que podría extenderse al siguiente. Naturalmente, las previsiones de crecimiento económico para 2020, tanto en economías avanzadas como emergentes, han registrado importantes revisiones a la baja, con variaciones en su magnitud reflejando el grado de incertidumbre en torno a la intensidad, duración y secuelas de dichas afectaciones. Así, la posibilidad de una recesión global en 2020 ha aumentado considerablemente, si bien en general se anticipa un repunte durante el año siguiente.

Por su parte, los mercados financieros internacionales han estado operando bajo condiciones de extrema volatilidad, en un entorno caracterizado por un sentimiento generalizado de aversión al riesgo. La situación ha sido agudizada por el colapso a mínimos multianuales de los precios del petróleo como resultado de la reducción, tanto observada como anticipada, de su demanda global, así como por desacuerdos con respecto a su oferta entre algunos países exportadores de este energético.

Las economías emergentes han sido particularmente afectadas, enfrentando salidas de capital de cartera que superan las registradas en episodios equiparables de los últimos años, incluyendo la crisis financiera global de 2008-2009. Esto ha derivado en fuertes caídas de los precios de los activos de este grupo de países, particularmente sus tipos de cambio e índices bursátiles, así como en condiciones financieras más restrictivas.

En este contexto, y en vista también de sus implicaciones para la trayectoria prevista de la inflación, durante las últimas semanas, y en fechas no necesariamente calendarizadas con antelación, los bancos centrales de las principales economías avanzadas han anunciado importantes medidas de relajamiento monetario, tanto a través de ajustes de las tasas de interés como de políticas de naturaleza cuantitativa. Además, se han puesto en marcha acciones orientadas a asegurar niveles adecuados de liquidez en los mercados financieros y a incentivar el crédito, entre otras. Por otra parte, un número importante de bancos centrales en las economías emergentes ha disminuido sus tasas de referencia, medidas que en algunos casos se han visto acompañadas de otras orientadas a contener presiones de depreciación sobre sus monedas, o bien a procurar condiciones de operación adecuadas en sus mercados cambiarios.

Aunado a lo anterior, se han observado esfuerzos de colaboración multilateral a través de medidas como el establecimiento de nuevas líneas de provisión de liquidez en dólares entre la Reserva Federal y otros bancos centrales, incluyendo al Banco de México. Por su parte, los gobiernos de algunos países, tanto avanzados como emergentes, han implementado acciones de índole fiscal orientadas a disminuir el impacto de la pandemia sobre la actividad económica y el aparato productivo de sus respectivas jurisdicciones.

Más allá de la incertidumbre asociada al fenómeno sanitario y sus implicaciones, es importante tener presente que la situación puede dificultarse en vista de una serie de riesgos que aún persisten. Entre estos cabe destacar el potencial agudizamiento tanto de tensiones comerciales como de conflictos de naturaleza política y geopolítica en una diversidad de frentes, a lo que cabe agregar el posible surgimiento de nerviosismo ante el proceso electoral en Estados Unidos de este año.

En México, aunque ya se empezaron a observar paros de empresas en diversos sectores, ya sea ante los daños a las cadenas globales de suministro o como parte de los esfuerzos para contener el contagio del COVID-19, hasta la fecha los indicadores de actividad económica e inflación no reflejan todavía el impacto de los choques derivados de la pandemia y del desplome de los precios del petróleo. No obstante, estos choques se materializan en una coyuntura caracterizada por debilidad de la actividad económica y una tasa de inflación y sus expectativas de corto y largo plazo por encima de la meta.

Al respecto, vale la pena hacer varias observaciones.

En primer lugar, la naturaleza de los citados choques en el caso de México tiene algunas diferencias importantes con respecto a lo observado en las economías avanzadas y en la mayoría de las emergentes. En particular, en el primero de estos grupos de países uno de los retos centrales es la persistencia de tasas de inflación muy bajas, en tanto que en el segundo predomina una situación caracterizada por cifras de inflación inferiores a la meta establecida por sus bancos centrales. En otras palabras, la preocupación por posibles presiones inflacionarias al alza derivadas de la problemática actual es menor o incluso inexistente en esos países.
En segundo lugar, la política monetaria en México ya venía haciendo frente a una situación de gran complejidad, en virtud de que se observaba simultáneamente una actividad económica estancada o con una leve contracción, una tasa de inflación relativamente elevada y una situación de alta incertidumbre. Con los choques recientes, el grado de complejidad se acentúa en todos estos frentes.

En el caso de la actividad económica, las implicaciones de los choques son evidentes. A escala mundial, esta ha sido severamente afectada por la pandemia. Al impacto de lo anterior sobre la demanda externa para México, cabe agregar los efectos de las interrupciones de las cadenas internacionales de suministro, y la caída de la demanda interna propiciada por los temores de contagio entre la población y por las acciones de numerosas empresas y los diferentes niveles de gobierno para detener la transmisión del COVID-19.

En lo referente a la tasa de inflación, los choques tienen efectos en ambas direcciones. Por una parte, la contracción de la demanda interna y el descenso de los precios internacionales de los energéticos ejercerán presiones a la baja sobre dicha tasa. Por otra parte, la depreciación del peso y el efecto adverso en los niveles y costos de producción de los choques de oferta operan en la dirección opuesta.

Por su parte, la incertidumbre se ha acrecentado de manera importante durante las últimas semanas. Los efectos combinados de la pandemia y la caída de los precios de los energéticos han dado lugar, como ya se mencionó, a un fuerte aumento de la aversión al riesgo en la economía mundial, que ha afectado de manera especial a las economías emergentes. A lo anterior se añaden los señalados temores en la población ante el riesgo de contagio del virus.

Me parece que es probable que la combinación de estos elementos dé como resultado en 2020 un escenario para México caracterizado por una importante contracción del PIB y presiones al alza sobre la inflación, seguido de una recuperación y en general condiciones financieras más estables en 2021.

En mi opinión, para definir la respuesta adecuada de política económica, es necesario tomar en cuenta que la causa principal de la situación actual es un choque de naturaleza temporal, de magnitud y duración desconocidas. Ante esta situación, el elemento central debe radicar en atacar las causas fundamentales de la crisis, esto es, el problema de salud pública. Por tanto, es necesario dar prioridad a los esfuerzos de contención y mitigación de la pandemia, y al fortalecimiento de la infraestructura de salud pública. Es difícil esperar una disminución significativa de la incertidumbre en los mercados mientras no exista la percepción de que se está progresando de manera importante en esta dirección.

Lo anterior puede llevar tiempo. Por tanto, es indispensable que de manera simultánea se implementen otras medidas, que permitan evitar un daño severo al aparato productivo y al sector financiero. Mediante las acciones apropiadas, se puede asegurar que, como ocurre generalmente en casos como este, la recuperación de la economía sea muy rápida una vez que el choque se disipe.

En el caso específico del Banco Central, se debe contribuir a asegurar niveles adecuados de liquidez tanto en los mercados financieros internos como en el mercado cambiario, y a apoyar su funcionamiento ordenado y, en general, su estabilidad. Las acciones tomadas por la Comisión de Cambios en días previos, en combinación con otras que las autoridades financieras anticipan anunciar el día de mañana, van orientadas precisamente en esta dirección.

Ante una perspectiva de posible contracción de la actividad económica y potenciales presiones al alza para la inflación, la determinación de la postura apropiada para la política monetaria se complica. La complejidad se acentúa aún más en un entorno de incremento de las primas de riesgo y volatilidad en los mercados financieros. Al respecto, cabe señalar que del 14 de febrero al 19 de marzo, las primas pagadas por las coberturas para el riesgo de incumplimiento soberano a 5 años, *Credit Default Swaps*, para México aumentaron en 188 puntos base, en tanto que los rendimientos de los valores gubernamentales en pesos de 10 y 30 años se incrementaron en 162 y 181 puntos base, respectivamente.

En el mismo lapso, el peso se depreció casi 30 % frente al dólar, y desde mediados de febrero se observaba una depreciación más acelerada que en la mayoría de las economías emergentes, tendencia que se acentuó hacia finales de la tercera semana de marzo. Esto sugiere que, además de los choques globales, la cotización del peso está siendo afectada por factores idiosincrásicos, tales como preocupación por las implicaciones de la caída de los precios del petróleo para Pemex y las finanzas públicas, y para sus respectivas calificaciones crediticias. Además, el riesgo de otros choques externos con repercusiones en las primas de riesgo y el tipo de cambio, por ejemplo derivados de las elecciones presidenciales en Estados Unidos, persiste.

Es cierto que ante las acciones tomadas recientemente por la Reserva Federal de Estados Unidos y otros bancos centrales, el diferencial de tasas de interés a favor de México pareciera haberse ampliado. Sin embargo, al ajustar las cifras por la volatilidad del tipo de cambio el resultado es de hecho el opuesto.

En este contexto, la necesidad de manejar la política monetaria con prudencia parece evidente. Naturalmente, lo anterior está sujeto a diferentes interpretaciones, lo que refleja los retos a los que hace frente la actual decisión de política monetaria. A mi juicio, la situación actual permite una reducción de 25 puntos base en el objetivo para la tasa de interés interbancaria a un día, a un nivel de 6.75 %, por lo que este es el sentido de mi voto.

Considero que en circunstancias de tanta incertidumbre como la actual, es preferible errar por el lado de la prudencia. Al respecto, a mi juicio es menos problemática una corrección de la tasa de referencia hacia la baja que hacia el alza. Además, ante las actuales condiciones de la economía mexicana, los costos potenciales de una disminución excesiva de la tasa de interés son mayores que los de retrasar una reducción que al final resulte conveniente.

Por otra parte, me parece importante señalar que sería un error pensar que la política monetaria puede contribuir de manera importante a estimular la economía. Es ampliamente aceptado que el efecto de las tasas de interés en la actividad económica en México a lo largo del ciclo es modesto, lo que se corrobora en un entorno de incertidumbre en un reciente estudio del Banco de México.

Asimismo, la mayoría de analistas considera que las acciones de los bancos centrales pueden ser cruciales para reducir las tensiones en los mercados financieros, pero que la política monetaria difícilmente tiene un impacto de relevancia en la trayectoria cíclica del sector real ante choques como los que estamos enfrentando en la actualidad. Lo anterior en virtud de que en un contexto de temor al contagio de COVID-19, acciones públicas para evitarlo, interrupción de las cadenas de suministro o dificultades severas en el sector privado como resultado de los choques, es difícil anticipar una respuesta importante de consumidores o empresas a movimientos de las tasas de interés. En este tipo de casos, la implementación de medidas bien dirigidas hacia los sectores más afectados tiene una efectividad mucho mayor.

Como es bien conocido, derivado de su amplia liquidez, el peso mexicano es utilizado con frecuencia para cubrir riesgos asociados a otras economías emergentes. Considero que también debe tomarse en cuenta que la disminución de las tasas de interés de corto plazo en México, reduce el costo de este tipo de operaciones.

Por otra parte, también es cierto que el Banco Central debe aprovechar los espacios que se abran para un relajamiento mayor de la política monetaria. Esto puede resultar, por ejemplo, ante evidencia más clara de que el choque de demanda sobre la inflación dominará al de oferta y al del tipo de cambio, y que esto es compatible con la convergencia de la inflación a la meta en el periodo de influencia de la política monetaria y, consecuentemente, con el cumplimiento del mandato del Banco Central. En todo caso, las autoridades monetarias deben estar listas para actuar con todos sus instrumentos en el momento y en la dirección que se requiera, sobre todo tomando en cuenta que estamos transitando por un entorno en el que las circunstancias pueden cambiar muy rápidamente en cualquier sentido.

Por otra parte, como ya se señaló, la magnitud y naturaleza de la crisis requiere de acciones en varios frentes. Al respecto, debe considerarse que la política monetaria es solo un instrumento y no el más importante, y que acciones en otros ámbitos que permitan fortalecer la confianza en la capacidad de las autoridades para superar la problemática actual, abrirían márgenes adicionales de maniobra para la política monetaria.

En este sentido, además de las políticas en materia de salud pública, se necesita tomar acciones en el ámbito de las finanzas públicas. Entre estas, además de estímulos fiscales apropiados, cabe destacar la importancia de reorientar el gasto público, especialmente hacia el sector salud y hacia aquellos segmentos de la población y del entorno empresarial más afectados. En virtud de las limitaciones que enfrentan las finanzas públicas, para lograr estos objetivos también parece necesario reconsiderar cuidadosamente las áreas de asignación prioritaria del gasto gubernamental.

Por último, el fortalecimiento de los fundamentos económicos es indispensable ante choques como los actuales para evitar un daño mayor. A mi juicio, la situación de las finanzas públicas y la búsqueda de una solución de largo plazo a la problemática de Pemex requieren de un énfasis especial en este momento. Además, considero que debería prestarse mayor atención a las expresiones de preocupación del sector privado con respecto a los retos que se enfrentan en el país en materia de certeza jurídica, inseguridad y claridad de las políticas públicas.

ALEJANDRO DÍAZ DE LEÓN CARRILLO

En las últimas semanas la pandemia del COVID-19 se ha propagado rápidamente, impactando significativamente la salud y la dinámica social y económica en diversos países. Esta pandemia es un grave factor de riesgo para la actividad económica mundial y nacional, y ya se han presentado importantes afectaciones.

Por el lado de la oferta, destacan las interrupciones de las cadenas globales de suministro y paros en la producción manufacturera asociada a las políticas de distanciamiento comunitario. Esto tanto por las afectaciones en aquellos países con los que compartimos la cadena productiva, como por las que puedan presentarse en México. Esto a su vez podría ocasionar contracciones en el empleo.

Por el lado de la demanda, el gasto se verá afectado considerablemente. Los hogares se verán afectados tanto por una contracción en sus ingresos como por menores oportunidades de gasto. Las empresas enfrentarán retos significativos, menores ingresos y un entorno de profunda incertidumbre en la demanda de sus bienes o servicios. La experiencia de la epidemia del A-H1-N1 en 2009 muestra que las mayores afectaciones se pueden presentar en algunos rubros de los servicios, como los educativos, restaurantes, turismo y transporte, entre otros. Por ello, se prevén afectaciones significativas en la inversión, el consumo y el empleo.

Adicionalmente, las afectaciones a la actividad económica global e inicialmente en China, significativo importador de mercancías, han reducido considerablemente la demanda de petróleo. A esto hay que agregar la inoportuna falta de acuerdo entre los principales productores de petróleo para hacer frente a la menor demanda, que propició una guerra de precios para defender cuotas de mercado. Esto exacerbó la caída en los precios del crudo y es un factor de riesgo adicional para los mercados financieros, ya que todas las empresas de hidrocarburos enfrentan caídas adicionales en el valor de sus activos, acciones y títulos de deuda, dificultando sus condiciones de acceso a financiamiento. Este factor de riesgo será especialmente adverso para aquellas economías con un sector de hidrocarburos importante, especialmente algunas emergentes, como México, lo que hará más complejo el ajuste de sus economías y mercados financieros.

En este contexto, caracterizado por diversos y significativos retos, los mercados financieros globales y nacionales han presentado importantes afectaciones. Ante la incertidumbre sobre la severidad de las afectaciones económicas y sociales asociadas a la pandemia y sus efectos sobre el valor de diversos activos, se ha presentado una reducción generalizada en el apetito por riesgo a nivel global.

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, se han presentado salidas de capital considerables, presionado los tipos de cambio, las tasas de interés y los mercados accionarios.

Ante este entorno, han sido numerosas y muy amplias las acciones que diversos bancos centrales de economías avanzadas y emergentes han implementado. Destacan importantes reducciones en las tasas de interés, en numerosos casos en fechas fuera del calendario, y una amplia gama de acciones para fortalecer las facilidades de liquidez a los intermediarios financieros.

Por ejemplo, la Reserva Federal llevó a cabo dos reuniones fuera de calendario en las que redujo, primero 50 puntos base y después 100 puntos base el intervalo objetivo para la tasa de interés diaria de fondos federales, ubicándose entre 0 y 0.25 puntos base. Adicionalmente, han anunciado múltiples acciones para proveer liquidez a los mercados financieros, con compras de activos, proveyendo mayor liquidez en el mercado de fondeo e inclusive comprando papel comercial para dinamizar el mercado de deuda corporativa. También el Banco Central Europeo ha ampliado significativamente sus programas de compra de activos e incrementado sus facilidades de liquidez.

Por su parte, también las autoridades fiscales en muchas de estas economías han adoptado estrategias de gasto y apoyo a los hogares y empresas. En Estados Unidos se aprobó el diferimiento del pago de impuestos, apoyos en efectivo a los hogares y se evalúan diversos apoyos a empresas. Al respecto, en Alemania se han propuesto planes de estímulo fiscal sin precedentes.

Estas medidas buscan atenuar los efectos de la caída esperada en la demanda interna y externa; y promover un mejor funcionamiento de los mercados financieros.

Los mercados nacionales han registrado afectaciones considerables, especialmente en el mercado cambiario y el de valores gubernamentales. En el entorno actual, los mercados han visto disminuida su liquidez y sus condiciones de operación. Al respecto, el 9 de marzo la Comisión de Cambios aumentó el programa de coberturas cambiarias de 20 000 millones a 30 000 millones de dólares, el 12 y el 18 de marzo se realizaron subastas por 2 millones de dólares cada una. Todo ello con el objetivo de mejorar las condiciones de operación y liquidez en el mercado cambiario y no por consideraciones sobre el nivel del tipo de cambio.

Adicionalmente, el día de hoy el Banco de México anunció el establecimiento de líneas *swap* con la Reserva Federal de Estados Unidos hasta por 60 000 millones de dólares por al menos 6 meses. Estas líneas son mecanismos recíprocos y temporales para el intercambio de divisas, similares a los ya acordados por la Reserva Federal con otros bancos centrales y con el Banco de México en 2008. Su objetivo es reducir las tensiones en los mercados globales y nacionales de financiamiento en dólares.

Ante la prevaleciente marcada aversión al riesgo y considerando que los mercados financieros no han encontrado todavía un punto de inflexión, los ajustes de precios tienden a ser muy significativos, con poco volumen y erráticos. Esto deja en claro la necesidad de tomar medidas para mejorar las condiciones de operación en los mercados financieros y propiciar un mejor proceso de descubrimiento de precios.

Por estas razones, es conveniente actuar oportunamente, adelantando la decisión de política monetaria y acompañarla de otras medidas que provean liquidez en moneda nacional y extranjera y que contribuyan a un mejor funcionamiento de los mercados financieros nacionales, así como adoptar los mecanismos necesarios para utilizar la línea *swap* anunciada con la Reserva Federal. Ello aprovechando las facultades del Banco de México y coordinándose con la SHCP en los temas de responsabilidad compartida.

Por ello, se considera adecuado evaluar un paquete de acciones que contribuya a un mejor funcionamiento del mercado cambiario, evitando posibles distorsiones en el financiamiento en dólares, utilizando la línea *swap* con la Reserva Federal. También se considera necesario ampliar las alternativas de financiamiento para el sistema bancario en moneda nacional y promover un mejor funcionamiento de los mercados nacionales.

En las facilidades o ventanillas de financiamiento colateralizado, reduciendo su costo de más de 2 veces la tasa de fondeo a uno ligeramente superior a la tasa de fondeo.

Ampliando la disponibilidad de recursos de la banca comercial y de desarrollo para poder hacer frente a las necesidades de financiamiento adicionales de hogares y empresas. Para lo cual una reducción en los depósitos de regulación monetaria ofrece importantes beneficios, al poder instrumentarse de manera directa, con los criterios que se consideren más convenientes, y al implicar una reducción de pasivos del Banco Central, no una ampliación de su crédito.

Mejorar la operación del mercado de valores gubernamentales y las condiciones de compra-venta de títulos, fortaleciendo el programa de formadores de mercado. Este programa de la SHCP, del cual el Banco de México es agente financiero, puede ofrecer a los formadores de mercado nuevas alternativas para administrar con mayor agilidad sus posiciones en títulos e incentivos adicionales para adquirir valores.

Las acciones anteriores contribuirán a mejorar las condiciones de operación de los mercados financieros nacionales, tanto el cambiario, el de dinero y el de valores gubernamentales.

Previo a los recientes acontecimientos relacionados con la pandemia del COVID-19, la información oportuna respecto a la actividad económica muestra que persistió la debilidad de los trimestres previos. Por el lado de la producción, se mantuvo la desaceleración de la actividad industrial, en particular las manufacturas. Inclusive, en algunos casos ya se registraron paros técnicos por falta de insumos provenientes de China. Los servicios presentaron debilidad y aumentó el número de subsectores con contracciones anuales. Por el lado de la demanda, en su componente interno, persiste la debilidad de todos sus componentes, especialmente la inversión y recientemente del consumo. En cuanto a la demanda externa, al inicio del año las exportaciones automotrices aumentaron y el resto mostró debilidad. Por su parte, el mercado laboral ha mantenido su tendencia de menor generación de empleos. Así, antes de la pandemia, la actividad económica lucía estancada y con una brecha de producto que seguía ampliándose.

En adición al entorno económico complejo que ha venido enfrentando la economía, se suman los efectos adversos de la pandemia del COVID-19, que tendrá efectos muy significativos en la actividad económica mundial y nacional.

La severidad de la pandemia la está convirtiendo en un factor de riesgo global sin precedentes. En particular, por la complejidad para tratar eficazmente la enfermedad, por su rápido contagio y por la fatalidad que puede provocar, especialmente en algunos grupos de la población, la pandemia del COVID-19 está teniendo un efecto devastador en los países y regiones en los que se ha propagado el virus, tanto en una dimensión humana como económica.

Además, la única herramienta para reducir su acelerada propagación y la posible saturación de la capacidad de atención médica, es un profundo distanciamiento social, que conlleva un congelamiento en amplios sectores y segmentos de la actividad económica. Es por ello que diversos países han anunciado medidas fiscales y monetarias muy significativas a fin de contrarrestar los efectos de la pandemia en los hogares, las empresas y el sistema financiero.

En este entorno, se prevé que la economía global y la nacional entren en recesión, y que su duración y profundidad dependan de lo prolongado del proceso de suspensión de actividades que busca evitar periodos de contagio muy pronunciados. Por ello, si bien cualquier estimación es altamente incierta, se prevé una afectación considerable y con un sesgo claramente a la baja.

Así, entre los principales riesgos para la actividad económica, destacan los asociados a la pandemia del COVID-19, en particular: afectaciones directas e indirectas en la producción, tanto por el cierre de actividades como por la falta de suministros de otros países afectados; la reducción de ingresos en múltiples empresas de todos tamaños y sectores, que puede ocasionar problemas de solvencia y desempleo, con afectaciones adicionales a los ingresos de los hogares; y una fase epidémica 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.

Adicionalmente, persisten factores internos que pueden afectan la confianza y las perspectivas de la economía. Entre estas destaca, la consulta que se realizará este fin de semana para determinar si se autoriza la planta de *Constellation Brands* en Mexicali, y que ya cuenta con todos los permisos necesarios. Este tipo de procesos pone en riesgo la confianza y la inversión, que ya pasa por un momento difícil.

Por otro lado, la marcada 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. Además, los problemas financieros que esto conlleva podrían hacer más probable una degradación de calificación en un entorno muy complejo. De hecho, los diferenciales de rendimiento de su deuda se han incrementado considerablemente.

Considerando el entorno externo de profunda incertidumbre y de recesión global, así como los retos internos 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. Por ello es importante mantener la sostenibilidad de las finanzas públicas, una inflación baja y estable y un sistema financiero sano y bien capitalizado, así como reducir el riesgo de crédito soberano y de Pemex.

Respecto al crecimiento de mediano y largo plazos, es necesario: reforzar el estado de derecho; incrementar la productividad de la economía; y promover acciones que mejoren la confianza y las perspectivas de inversión.

La inflación general anual en 2020 aumentó, alcanzando 3.7 % en febrero. En los últimos meses la ha presionado al alza el componente no subyacente, que de su nivel mínimo de 0.59 % en diciembre repuntó a 3.81 % en febrero. La inflación subyacente anual ha mostrado persistencia, registrando 3.66 % en febrero.

En los siguientes trimestres la inflación estará sujeta a dos presiones considerables que operarán en sentidos encontrados. Por un lado, se prevé una significativa contracción económica en respuesta a las afectaciones del COVID-19, lo que ampliará aún más la holgura en la economía. A ello se suman los menores precios de los energéticos, que también presionarían a la inflación a la baja. Por otro lado, si persiste la importante depreciación del tipo de cambio que se ha presentado, ello podría generar presiones de precios, si bien en un contexto de contracción económica.

En cuanto al escenario central para la inflación, se prevé que esta converja a la meta en el horizonte en el que opera la política monetaria, si bien ante el complejo entorno actual, 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, se considera altamente probable una importante contracción y recesión económica.

Esto, en un contexto en el que las condiciones monetarias en las principales economías se han relajado considerablemente y han adoptado una amplia gama de estímulos para revertir el deterioro en sus condiciones financieras. También, se debe considerar el contexto en el que se encuentra la postura monetaria actualmente, la cual si bien en los últimos años enfrentó otros choques y sus efectos inflacionarios, y se encontraba en un proceso de ajuste a la baja, aún se mantiene en un rango relativamente elevado, en una economía que ante la pandemia del COVID-19 experimentará una afectación muy pronunciada, que la llevará a una recesión de consideración.

Por otro lado, el choque financiero, también asociado a la pandemia, puede implicar riesgos al alza en la formación de precios por la presión de la depreciación del tipo de cambio. Al respecto, su traspaso a precios dependerá de la persistencia del ajuste cambiario y de la posición cíclica de la economía, que ya se encuentra con una brecha de producto negativa que se ampliará considerablemente ante el choque de la pandemia.

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 6.5 % y adoptar una serie de medidas para proveer liquidez en moneda nacional y extranjera y mejorar las condiciones de operación de los mercados financieros.

BANCO DE MÉXICO

Documento publicado el 20 de marzo de 2023

www.banxico.org.mx