



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 16 de mayo de 2019



## **TRANSCRIPCIÓN DE LOS POSICIONAMIENTOS DE LOS MIEMBROS DE LA JUNTA DE GOBIERNO DEL BANCO DE MÉXICO, CON MOTIVO DE LA DECISIÓN DE POLÍTICA MONETARIA ANUNCIADA EL 16 DE MAYO DE 2019**

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

**Fecha de la sesión de la Junta de Gobierno:** 15 de mayo de 2019.

### **Asistentes:**

Alejandro Díaz de León Carrillo, Gobernador.

Irene Espinosa Cantellano, Subgobernadora.

Gerardo Esquivel Hernández, Subgobernador.

Javier Eduardo Guzmán Calafell, Subgobernador.

Jonathan Ernest Heath Constable, Subgobernador.

Carlos Manuel Urzúa Macías, Secretario de Hacienda y Crédito Público.

Arturo Herrera Gutiérrez, 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**

De acuerdo a diversos indicadores, la actividad económica mundial moderó su ritmo de expansión en la segunda mitad de 2018 y continuó así durante el primer trimestre de 2019. Lo anterior, también se vio reflejado en los pronósticos del FMI para 2019, los cuales se ajustaron a la baja en forma generalizada.

A partir de la segunda mitad de 2018 las principales economías del mundo fueron afectadas por diversos factores que incidieron sobre el ambiente de negocios global, entre los que destacan las tensiones comerciales entre distintos países y diversos elementos idiosincráticos. Asimismo, el crecimiento más moderado se presentó en el contexto de un apretamiento, en relación con años anteriores, de las condiciones financieras globales. Lo anterior, afectó con especial dureza a los países emergentes más vulnerables.

Sin embargo, desde finales de 2018 las condiciones financieras globales han tenido una mejoría notable a raíz de un relajamiento en las posturas monetarias de los bancos centrales de las principales economías, los cuales han sugerido que los ajustes por venir serán relativamente graduales.

Si bien las tensiones comerciales y otros factores de riesgo persisten, dicho cambio en la política monetaria internacional ha permitido mitigar los riesgos al crecimiento económico global de manera importante y ha conducido a un mejor desempeño de los mercados financieros internacionales. Como muestra de lo anterior, entre mediados de diciembre pasado y lo que va de este año, los índices accionarios de las principales economías mostraron ganancias, las tasas de interés de bonos gubernamentales y corporativos disminuyeron y el dólar detuvo el fortalecimiento registrado durante 2018. Asimismo, los flujos de fondos dedicados a economías emergentes aumentaron en dicho periodo.

En relación con los datos disponibles más recientes sobre el desempeño de la actividad económica global durante el primer trimestre de este año, puede decirse que estos no han mostrado un deterioro generalizado respecto del trimestre anterior, pero tampoco nos permiten hablar todavía de una mejoría en la actividad. En particular, el dato más reciente del crecimiento del PIB trimestral de Estados Unidos resultó mejor al esperado, aunque a su interior dejó ver una moderación del gasto agregado. Por su parte, los mercados laborales de ese país y de otras economías avanzadas han seguido mostrando condiciones de fortaleza.

Si bien en las últimas semanas ha existido una cierta volatilidad en los mercados financieros internacionales asociada al repentino escalamiento del conflicto comercial entre China y Estados Unidos, lo anterior no ha sido un factor que haya logrado revertir el mejoramiento de las condiciones financieras globales. Debido a ello, y a que se espera que el relajamiento monetario continúe por un cierto tiempo, puede afirmarse que los riesgos para la actividad económica y los mercados financieros internacionales continúan a la baja.

En lo concerniente a la economía de Estados Unidos, la probabilidad de una recesión en los próximos doce meses ha comenzado a disminuir, aunque desde niveles relativamente altos. Preocupa, en particular, el comportamiento de los diferenciales de tasas de interés de los bonos del Tesoro, los cuales continúan moviéndose en forma similar a lo ocurrido en los meses previos a recesiones anteriores. Asimismo, cabe mencionar que las curvas de rendimiento de los bonos de Estados Unidos y Canadá ya se han invertido, lo cual parece contribuir a la posibilidad de que ocurra una recesión en un horizonte cercano en dichas economías.

En lo que respecta a la inflación, tanto en países avanzados como emergentes, esta ha repuntado recientemente debido principalmente a choques de oferta en los precios de los energéticos y de los alimentos. No obstante lo anterior, también ha habido importantes presiones a la baja ante la menor demanda global, por lo que el balance de riesgos sobre la inflación en diversas economías ha sido más bien de carácter neutral.

En cuanto a los mercados financieros en México, resulta útil dividir el análisis de su desempeño en dos periodos. En el primero, que va de octubre a la primera mitad de diciembre de 2018, la moneda mexicana presentó una depreciación importante en un contexto de fortaleza generalizada del dólar ante la perspectiva de un mayor apretamiento de las condiciones monetarias por parte de la Reserva Federal. Este entorno, además, afectó negativamente las tasas de interés de los bonos gubernamentales, las primas de riesgo y el índice accionario en México. Además de lo anterior, la incertidumbre natural asociada a la entrada de una nueva administración federal, así como algunas decisiones controvertidas, también contribuyeron a aumentar la volatilidad en los mercados.

Por otro lado, en el periodo que va de la segunda semana de diciembre a la fecha, el peso mexicano ha sido una de las monedas con mejor desempeño del mundo en relación con el dólar americano. En el mismo sentido, las tasas de interés de los bonos gubernamentales disminuyeron marcadamente, al igual que las primas de riesgo, y el índice accionario de la BMV detuvo su caída y retomó una tendencia positiva. Lo anterior se debió, en parte, a los factores internacionales ya mencionados, pero también a que la incertidumbre natural asociada a la entrada de la nueva administración federal ha ido disipándose conforme se han ido tomando algunas decisiones clave. Destaca, por ejemplo, el nuevo acuerdo comercial alcanzado con Estados Unidos y Canadá (T-MEC) la disciplina fiscal contenida en el paquete económico 2019, la negociación exitosa con los tenedores de bonos del NAIM y el combate al robo de combustible. Todo ello parece haber contribuido a restablecer, al menos parcialmente, un ambiente de mayor confianza y certidumbre, lo que se ha visto reflejado en los mercados financieros. Con base en lo anterior, considero que los riesgos para los mercados financieros en México han venido a la baja, aunque siguen latentes algunos riesgos asociados a la actividad económica y las finanzas públicas.

Con respecto a la actividad económica en México, el dato oportuno del PIB del primer trimestre de 2019 muestra un ligero decrecimiento con respecto al trimestre inmediato anterior con cifras desestacionalizadas. La debilidad económica se ve reflejada ya en distintos indicadores, entre los que destacan la desaceleración del consumo y la caída de la inversión en los últimos trimestres. Por su parte, el Indicador Coincidente del Sistema de Indicadores Cíclicos del Inegi se ha ubicado por debajo de su tendencia de largo plazo ya por 7 meses consecutivos, con contribuciones negativas incluso más prolongadas en algunos indicadores relacionados al empleo y a la actividad económica.

En el mismo sentido, las expectativas de crecimiento para 2019 por parte de los analistas del sector privado encuestados por el Banco de México han venido disminuyendo de manera constante ya por más de un año y en abril de este año se ubicaban en un nivel de 1.5 %, mientras que en abril del año pasado se estimaba un crecimiento de 2.3 %. Por su parte, las expectativas de crecimiento para el año 2020 bajaron de 2.5 % a 1.77 % en el mismo lapso de tiempo. En vista de lo anterior, podemos concluir que las condiciones de holgura en la economía mexicana han seguido ampliándose y que el balance de riesgos para el crecimiento en México continúa sesgado a la baja.

Desde una perspectiva de mediano plazo, preocupa que desde 2016 se ha presentado una desaceleración secular del ritmo de crecimiento del consumo privado. De hecho, el promedio de variaciones porcentuales anuales de 2016, 2017 y 2018 ha sido de 4.3, 3.1 y 2.3 %, respectivamente. El último dato correspondiente a febrero de 2019 fue ya de sólo 1.8 %. Al respecto, cabe hacer mención que a la par de lo anterior, el ritmo de crecimiento del crédito a los hogares también ha disminuido considerablemente desde 2016. Lo anterior ha venido acompañado de un incremento significativo en las tasas de interés y del costo de dichos créditos.

En el mismo sentido, preocupa también que la inversión privada ha permanecido prácticamente estancada durante el mismo periodo. Simultáneamente, el costo del financiamiento a las empresas ha aumentado desde el 2016 y el ritmo de crecimiento de los créditos a las empresas otorgados por la banca comercial ha disminuido desde entonces. Dicho fenómeno se ha presentado con especial dureza en las Pymes.

En mi opinión, no es casualidad que tanto la desaceleración del consumo como el estancamiento de la inversión hayan coincidido con el periodo en el que la tasa de interés real se ha incrementado de manera significativa. Si bien tanto el consumo como la inversión responden a distintos determinantes, las tasas de interés sin duda representan un factor clave en su evolución. Todo ello pone de manifiesto que el mecanismo de transmisión de la política monetaria está operando a través de canales que afectan variables reales.

A pesar de lo anterior, existen al menos tres posibles factores que podrían contribuir a que el crecimiento económico no resulte tan bajo en lo que resta del año. Por un lado, hemos visto un importante aumento en la confianza de los consumidores que ha persistido ya durante varios meses, lo que eventualmente podría representar un factor positivo para el consumo. Por otro lado, el aumento en la masa salarial y la entrada en vigor de nuevos programas sociales dirigidos a segmentos con elevada propensión marginal al consumo, podrían dar un impulso adicional al mercado interno.

En materia de finanzas públicas el riesgo más importante es sin duda el relativo a la situación financiera de Pemex. Un deterioro adicional de la calificación de la deuda de la empresa productiva del Estado, podría generar costos financieros adicionales tanto para la deuda pública como para la privada. No obstante lo anterior, los recientes anuncios de apoyos extraordinarios de parte del Gobierno Federal a Pemex, un mejor trato fiscal, así como la contratación de nuevas líneas de crédito con la banca internacional, han sido relativamente bien recibidos por los mercados y podrían contribuir a mejorar las perspectivas financieras de la empresa al menos en el corto plazo.

Por su parte, la inflación anual en México viene mostrando una clara tendencia a la baja desde septiembre de 2018 cuando se ubicó en 5.02 %, llegando a 3.94 % en febrero, aunque aumentó ligeramente a 4 % en marzo y a 4.41 % en abril de 2019. Lo anterior es resultado fundamentalmente de disminuciones en la inflación no subyacente, la cual pasó de 9.15 % en septiembre de 2018 a 5.25 % en febrero de 2019, para ubicarse en 6.08 % en abril del mismo año. Con respecto a la inflación subyacente, esta disminuyó de un nivel de 3.73 % en octubre de 2018 a uno de 3.55 % en marzo de 2019, pero repuntó en abril ubicándose en 3.87 %. Cabe señalar que la mayor parte del repunte de los diversos indicadores de inflación en abril era absolutamente predecible ya que se debe en buena medida al impacto asociado al cambio de mes del periodo vacacional de Semana Santa. En ese sentido, es importante enfatizar la naturaleza transitoria de este aumento, el cual se espera que empiece a revertirse a partir del tercer trimestre del año.

Aquí es importante señalar que la evolución de la inflación general en lo que va del año ha sido particularmente favorable. En particular, si se mide la inflación acumulada de diciembre a abril y se compara dicha medición a través de los años, se puede observar que la inflación acumulada en este periodo en 2019 es apenas la segunda más baja de todo lo que va del siglo. El único año en el cual se obtuvo una inflación menor para este periodo fue en 2015, año en el cual se alcanzó una inflación anual de apenas 2.13 %, la menor en la historia reciente de México.

En lo que respecta al pronóstico de inflación general considero que, en ausencia de otros choques, es factible que logremos estar muy cerca del objetivo de 3 % hacia el primer semestre de 2020. En particular, debe destacarse que la evolución reciente de la inflación ha ido en línea con lo que se había previsto en meses anteriores o que incluso ha tenido un comportamiento mejor a lo pronosticado. Así, por ejemplo, es de destacar que el dato de inflación general anual promedio durante el primer trimestre de 2019, que fue de 4.1 %, resultó exactamente en línea con el pronóstico de inflación del informe trimestral de finales de febrero de este mismo año. Más aún, esta cifra resultó ser más baja que el pronóstico de inflación del Banco de México del informe trimestral de finales de noviembre de 2018, que era de 4.4 %. De igual forma, el dato de inflación general de abril, 4.41 %, resultó incluso por debajo del pronóstico elaborado por el *staff* del Banco de México en febrero y marzo de este mismo año, 4.42 y 4.48 %, respectivamente.

Por su parte las expectativas de inflación general para el cierre de 2019 medidas a través de las encuestas del Banco de México han venido a la baja después de repuntar a finales del año, pasando de una mediana de 3.9 % en noviembre, a una de 3.6 % en marzo y de 3.7 % en abril. Por su parte, la mediana de las expectativas de inflación subyacente para el cierre de 2019 no ha mostrado grandes variaciones en los últimos meses y se ha mantenido relativamente estable alrededor de 3.5 %.

No obstante lo anterior, las expectativas de largo plazo para la inflación subyacente han registrado incrementos importantes al pasar de 3.3 % en septiembre de 2018 a 3.5 % en abril de 2019. Esto resulta complicado de explicar en un contexto en el que la inflación ha venido a la baja y las expectativas de corto plazo han permanecido relativamente estables. Este repunte se da incluso en el contexto de una disminución de los riesgos para la inflación. Por ello, resulta conveniente recordar que el tono del comunicado de la decisión de política monetaria es un instrumento adicional de política económica y que, cuando los agentes privados tienen información imperfecta respecto del estado de la economía, utilizan la información que el Banco Central les proporciona para configurar sus propias creencias respecto de dicho estado. Por tanto, el tono o sentimiento en las comunicaciones del Banco Central puede constituir un mecanismo de coordinación o de confirmación de las creencias de los agentes privados. Cabe mencionar que las palabras más repetidas en los comentarios que han hecho los analistas de los comunicados de las últimas tres reuniones han sido: “inflación”, “expectativas” y “riesgo”. Esto sugiere que el tono en los últimos comunicados ha sido relativamente pesimista y que se han enfatizado los potenciales riesgos a la alza en materia de inflación. Ello podría ser una de las razones detrás de la reciente alza en las expectativas de inflación tanto de corto como de largo plazo.

De igual forma, cobra especial relevancia la reciente persistencia de la inflación subyacente. En ese sentido, considero que no hay que apresurar conclusiones al público sobre la persistencia de la misma que podrían terminar afectando la formación de expectativas, ya que no puede descartarse que dicha persistencia simplemente se deba a la confluencia de choques de oferta, en energéticos y alimentos, que eventualmente terminarán por desvanecerse.

En cuanto a los riesgos para la inflación, considero que estos han disminuido en relación a los que se tenían a principios de año por una diversidad de razones. La primera es que la mejora en las condiciones financieras globales mencionada retira una presión importante sobre el tipo de cambio y, eventualmente, sobre la inflación. La segunda es que se espera que los precios de los energéticos al consumidor doméstico tiendan a mantenerse en niveles estables, de conformidad con la política de fijación de precios de la nueva administración. La tercera es que no hay hasta ahora evidencia de que los aumentos de salarios mínimos, tanto a nivel nacional como en la frontera, se hayan traducido en presiones inflacionarias significativas. En

el caso de la frontera norte, donde estas presiones podrían haber sido más altas por el mayor aumento del salario mínimo, la información publicada hasta ahora revela que incluso la inflación ha sido inferior a la del resto del país. En resumen, considero que el balance de riesgos de la inflación es relativamente estable y que, a menos que ocurriera algo extraordinario, el ciclo alcista de las tasas de interés debería darse por terminado.

Considerando todo lo anterior, y convencido de la importancia de que el Banco de México emita una señal clara de prudencia y de compromiso con el cumplimiento de su mandato principal, mi postura es a favor de mantener constante la Tasa de Interés Interbancaria a un día en su nivel actual de 8.25 %.

Sin embargo, para que dicha decisión de política monetaria contribuya a la consecución del objetivo de inflación, así como a mantener estabilidad financiera, considero que el tono del comunicado de esta decisión debe ser más neutral que en los anteriores y debe reflejar el estado actual de los riesgos a la inflación contribuyendo, de esta manera, a anclar las expectativas. En particular, considero que debe resaltarse que la inflación se ha comportado conforme a lo esperado por el Banco Central y que se prevé alcanzar el objetivo de inflación en el futuro cercano; y que los riesgos para la inflación han disminuido ante el relajamiento de la postura monetaria de los principales bancos centrales de las economías avanzadas y por una mejoría notable de las condiciones financieras globales.

Finalmente, considero que el Banco Central debe estar vigilante sobre las condiciones imperantes en la economía mexicana para que el mantenimiento de una postura restrictiva no se prolongue demasiado tiempo, ya que ello podría contribuir a mayores condiciones de holgura en la economía, a una apreciación excesiva del tipo de cambio real, a generar presiones indeseables a la baja en la actividad económica del sector exportador y a aumentar la atracción de flujos de capital demasiado volátiles que, a la larga, también podrían aumentar los factores de inestabilidad y vulnerabilidad en el mercado cambiario. En ese sentido, no deben minimizarse los riesgos asociados al mantenimiento de una tasa de interés muy restrictiva por un periodo de tiempo demasiado largo.

## **JONATHAN ERNEST HEATH CONSTABLE**

La actividad económica mundial sigue con un balance de riesgos a la baja, que se ha agravado con los aranceles que Estados Unidos y China se han impuesto mutuamente y ante la disminuida posibilidad de llegar a un acuerdo comercial. Al mismo tiempo, persiste un ambiente mundial de negocios débil, reflejo de una menor demanda global de bienes.

Muchos países desarrollados han revisado a la baja sus expectativas de inflación para el cierre del año ante tasas persistentemente por debajo de sus objetivos. Sin embargo, la preocupación por la dinámica de crecimiento ha provocado que sus bancos centrales manifiesten sesgos más acomodaticios o menos restrictivos.

Se anticipa una ligera desaceleración en el crecimiento en Estados Unidos ante el desvanecimiento de su estímulo fiscal y su política comercial proteccionista. Sin embargo, el reciente agravamiento de la relación comercial entre Estados Unidos y China, podría repercutir en que la desaceleración sea aún mayor.

Ante esta coyuntura y bajo el riesgo latente de mayores tensiones comerciales, la Reserva Federal confirmó su postura de “paciencia” hacia ajustes futuros en su tasa de política monetaria, mientras que el mercado también ha dejado de anticipar cambios durante este año.

La postura monetaria mundial más acomodaticia y en especial la paciencia de la Reserva Federal, reduce la presión para sincronizar la política monetaria mexicana al ciclo de Estados Unidos. Lo anterior brinda mayor margen de maniobra a la política monetaria de México para enfocar decisiones más en función de su objetivo prioritario, así como sus finalidades referentes a la estabilidad financiera, el buen funcionamiento

del sistema de pagos, el desarrollo ordenado de los mercados financieros e incluso al posicionamiento de la economía en torno a su ciclo económico.

La estimación oportuna del PIB para el primer trimestre en México de -0.2 %, confirma la desaceleración económica que empezó en el último trimestre de 2018. Es de esperar que todos los componentes del PIB por el lado del gasto en el primer trimestre continúen manifestando tasas de crecimiento negativas o muy cercanas a cero, ante varios factores transitorios e idiosincráticos, como el típico arranque lento de sexenio, la incertidumbre asociada a la instrumentación de nuevas políticas económicas y afectaciones temporales como huelgas, disrupciones a las vías de comunicación y a la distribución de combustibles y retrasos en los cruces fronterizos con Estados Unidos.

Es de especial preocupación la disminución persistente en la plataforma de producción petrolera, que no solo sigue substrayendo al crecimiento económico, sino que además ha resultado en menores ingresos petroleros programados que en el presupuesto, restando margen de maniobra al Gobierno Federal para instrumentar adecuadamente sus proyectos prioritarios y alcanzar sus metas fiscales para 2019 y 2020. Ante esta situación, se ha observado la necesidad del Gobierno Federal de realizar ajustes al gasto para 2019, lo cual podría comprometer el gasto de inversión física en Pemex. Es por esto que es esencial que Pemex no solo presente un plan de negocios creíble y funcional, que no perjudique el frágil balance fiscal del Gobierno Federal, sino que además ofrezca una solución permanente y de largo plazo a esta empresa productiva del Estado. Al final de cuentas, la viabilidad de Pemex y la caída perseverante en la plataforma petrolera son problemas estructurales, más no coyunturales, a resolver.

Vale anotar que parte del estancamiento temporal que caracterizó la actividad económica en el primer trimestre del año fue el lento crecimiento en las exportaciones no petroleras, que se presentó a partir del tercer trimestre del año anterior, a pesar de cierto dinamismo de la economía de Estados Unidos y un tipo de cambio real muy favorable. En particular, sale a resaltar la ralentización de las exportaciones de la industria automotriz.

El ciclo económico clásico, calculado por el Inegi mediante el Sistema de Indicadores Compuestos Coincidente y Adelanto, manifiesta una fase ascendente que llegó a 119 meses consecutivos al finalizar el primer trimestre de 2019. Si bien, esta fase se ha caracterizado por ser la más larga en nuestra historia moderna, existen datos relevantes desde 1980, también se ha manifestado como la del crecimiento más lento. Su posicionamiento actual apunta hacia un estancamiento temporal, pero no ha exhibido todavía síntomas clásicos del inicio de una recesión. De hecho, se espera cierta reactivación en la actividad económica a partir de mediados del segundo trimestre, liderada por una recomposición en el consumo de los hogares ante los incrementos en los salarios reales, el aumento real en el crédito al consumo y el crecimiento continuo en el poder adquisitivo de las remesas familiares. También se anticipan contribuciones positivas, aunque marginales, de la inversión privada y las exportaciones.

De presentarse una reactivación económica en el segundo trimestre, aunque no sea necesariamente muy dinámica, es posible que, junto con la eventual implementación de los programas prioritarios de la nueva administración, empiece una nueva fase de crecimiento sostenido. No obstante, ante el desempeño del primer trimestre, este escenario incluso hasta limitaría el crecimiento del PIB para 2019 a un rango de 1.1 a 1.5 %, pero con expectativas para 2020 de crecer más que lo anticipado por la mayoría de los analistas, no sólo por arriba del 2 %, sino incluso, hasta más cerca del 3 %.

Aun así, este escenario previsto contiene muchos riesgos y el balance de los mismos se mantiene claramente a la baja. Algunos de los principales factores que podrían significar menos crecimiento son: un mayor deterioro en el ambiente de incertidumbre que afectaría la inversión privada y podría contener el consumo de los hogares; dificultades crecientes en el proceso de la ratificación del nuevo acuerdo comercial; la posibilidad de una disminución, o disminuciones, en la calificación de riesgo crediticio de Pemex, aunado a una reducción de la calificación de riesgo-país; se atrase aún más la implementación de los programas prioritarios del nuevo gobierno; que siga disminuyendo la producción petrolera del país, que a su vez limitará

la recaudación en relación a lo programado; que el programa de austeridad del nuevo gobierno inyecte una mayor dosis de inactividad gubernamental que lo previsto; que persiste el estancamiento observado de las exportaciones automotrices a Estados Unidos; que la guerra comercial entre Estados Unidos y China se prolongue y se intensifique, afectando al comercio global en forma mucho más negativa que lo anticipado, junto con el riesgo de que la administración de Trump incluya a México en su lista de represalias; que el tipo de cambio real se aprecie para así desincentivar las exportaciones no petroleras; que empiece a disiparse el crecimiento en las remesas familiares; que se diluya el incremento en el poder adquisitivo de los aumentos recientes en los salarios ante la dificultad de abatir satisfactoriamente la inflación, y a mediano plazo, el riesgo creciente de una eventual recesión en Estados Unidos.

No obstante, existen ciertos riesgos al alza para el crecimiento económico del país que cabe señalar: un mayor dinamismo a lo esperado en la economía de Estados Unidos, la ratificación tempranera del nuevo tratado, la eliminación de barreras arancelarias y no arancelarias que ha impuesto el gobierno de Trump a México y cualquier otro factor que pudiera incrementar nuestras exportaciones más allá de lo previsto; un mejor desempeño en el consumo de los hogares ante el fortalecimiento reciente de los salarios reales, la implementación más acelerada en los programas de apoyo familiar del gobierno y/o un desempeño más favorable de las remesas familiares y otros factores que pudieran respaldar el poder adquisitivo de las familias; una reactivación mayor a lo anticipado en la inversión privada ante nuevas señales positivas por parte del gobierno; un comienzo más tempranero en los nuevos proyectos de inversión del gobierno, aunado a un retorno mayor a lo esperado, y la posibilidad de un efecto rebote superior a lo esperado derivado a una base de comparación baja.

A pesar de la incertidumbre observada, asociada al cambio de sexenio y a la entrada de un gobierno con políticas novedosas, la evolución de los mercados financieros en general ha mostrado un desempeño positivo. En especial, es notorio el comportamiento del tipo de cambio en los primeros seis meses del sexenio, que refleja cierta serenidad ante tantos acontecimientos. Al respecto, resulta importante subrayar el papel que ha desempeñado la posición monetaria relativa de México frente a la de otras economías en este aspecto.

Hay muchos factores clave de la economía que han mejorado recientemente, a tal grado que se ha observado una disminución en el índice de estrés de los mercados financieros mexicanos desde diciembre del año anterior hasta la fecha. Durante este periodo, la caída en el estrés de los mercados se explica por la disminución observada en las variables del mercado cambiario y de riesgo país. Sin embargo, desde mediados de abril, el desmejoramiento de los mercados internacionales como reflejo de las dificultades de negociación comercial entre China y Estados Unidos han comenzado a presionar a la prima de riesgo para nuestro país y el mercado de deuda nacional. Es por ello que pese a la notoria recuperación del nivel de estrés en nuestros mercados financieros aún existen muchos factores frágiles que pudieran desatar un escenario de astringencia y desatar una migración hacia activos menos riesgosos. Ante esta situación, conviene conservar mucha paciencia y mantener una postura cautelosa y de prudencia.

La actual postura monetaria restrictiva ha ayudado a mitigar la volatilidad observada en los mercados internacionales y a amortiguar los propios vaivenes internos. Existe el riesgo de que si se relaja prematuramente esta postura, podríamos no sólo observar incrementos significativos en la volatilidad de los mercados, incrementos inusitados en el tipo de cambio y perjudicar la estabilidad financiera en su conjunto, sino además lesionar los avances alcanzados en el otorgamiento de mejores salarios reales y propiciar un ambiente macroeconómico menos proclive para el crecimiento económico sostenido.

Resulta importante recordar que la política monetaria puede influir en el comportamiento cíclico alrededor de la tendencia de largo plazo de la economía, más no puede incidir en la tendencia misma. Por eso la contribución más importante y sólida que puede ser la política monetaria al sano desarrollo del país es mediante la estabilidad de precios, que si bien es condición necesaria para obtener un crecimiento sostenido en la actividad económica, está lejos de ser condición suficiente. Es en este contexto que se debe reflexionar



sobre las posibles consecuencias negativas de mantener una postura monetaria restrictiva por demasiado tiempo del estrictamente necesario.

La inflación general tuvo un desempeño favorable a principios del año, al acumular tan sólo 44 puntos base en los primeros tres meses, la más baja para un primer trimestre de año desde que existe el INPC. En la primera quincena de febrero, la tasa anual logró ubicarse, marginalmente, por debajo del límite superior, 4 %, del rango de variabilidad establecido alrededor del objetivo puntual de 3 %, por primera vez desde diciembre de 2016. El comportamiento favorable dio pie a revisiones a la baja en las expectativas de inflación para fin de año de muchos analistas y a llamadas para que el Banco empezara un ciclo de relajamiento en su tasa de política monetaria. Sin embargo, tal como se advirtió en su momento, no quedaba claro que esta trayectoria a la baja fuera sostenible en el corto plazo, además de que la decisión de la postura monetaria es un proceso mucho más complejo. De hecho, después de alcanzar 3.95 % en febrero, su mínimo de los últimos 26 meses, la inflación general empezó a revertirse de nuevo, alcanzando una tasa de 4.41 % en abril, la más elevada del año.

De hecho, la posibilidad de que la inflación general fuera mayor en el segundo trimestre del año, en comparación al primer trimestre, lo anticipó el Banco en su informe trimestral de inflación presentada a finales de febrero pasado. Entre varios factores, pesaba el cambio de ponderaciones en la actualización del año base del INPC que se presentó a mediados de 2018 y efectos de base de comparación derivados, entre otras cosas, de efectos de calendario. A pesar de que el aumento en la tasa anual de abril no debería haber causado sorpresa, la mayoría de los analistas no lo anticiparon adecuadamente y terminaron por revisar al alza sus estimados para fin de año. Esta eventualidad fue uno de los factores por los cuales se consideraba que un giro hacia un discurso más *dovish* en el anuncio de política monetaria pasado se debió considerar como muy prematuro.

La inflación en abril aumentó 41 puntos base a 4.41 %, respecto al mes anterior, producto de un incremento de 32 puntos base en la inflación subyacente y 62 puntos base en la no subyacente. Mediante este incremento, la tasa anual de la inflación subyacente alcanzó 3.87 %, la más elevada de los últimos 13 meses. No solamente persiste la persistencia de la subyacente, una de las preocupaciones centrales del comportamiento de la inflación en el último año, sino que ahora tiene el incremento más pronunciado en un mes desde los primeros meses de 2017 cuando se dio el famoso “gasolinazo”.

Al desglosar la inflación subyacente, se puede percibir que los precios de las mercancías no alimenticias, con la excepción de los medicamentos, siguen a la baja y su tasa anual se ubica por debajo de 3 %, mientras que los precios de los servicios distintos al turismo no manifiestan incrementos tan significativos, aunque tampoco ha disminuido su ritmo de incremento. El aumento de la inflación subyacente de abril se explica mediante el incremento continuo en los precios de mercancías alimenticias y en los de los servicios turísticos.

El incremento en los precios turísticos se explican en buena medida mediante el efecto calendario de la Semana Santa. Sin embargo, queda claro que aun ajustando por los efectos de calendario, estos precios siguen manifestando incrementos muy pronunciados. No solamente registraron aumentos substanciales en la primera mitad de abril, Semana Santa, sino que no bajaron tanto en la segunda mitad. La parte preocupante de este fenómeno es que estos precios son más susceptibles a los aumentos en los salarios, por lo que pudiéramos estar percibiendo un efecto de traspaso no deseable.

El incremento en los precios de las mercancías alimenticias, que ha sido consistente a lo largo de este año, es la parte de la inflación actual más preocupante. En adición a la inflación en este segmento, también se observan alzas importantes en los precios de los servicios alimenticios. Mientras que el Inegi reporta que la inflación de mercancías alimenticias registró 4.75 % en abril, Coneval calculó que el precio de la canasta básica alimentaria, que se utiliza en la medición de la pobreza extrema, aumentó 6 % en el mismo periodo. En la tarea difícil de mantener el poder adquisitivo de la población, la de proteger a las clases más vulnerables debe ser la prioridad.

Se debe recalcar que el incremento anticipado en la inflación del segundo trimestre de este año es un fenómeno temporal, que se puede superar siempre y cuando se mantenga la postura monetaria actual por el tiempo suficiente hasta que aseguremos que tanto la inflación observada como las expectativas convergen claramente al objetivo permanente de inflación, tal y como se ha proyectado.

Otro punto preocupante son las expectativas de corto y mediano plazos, ya que muestran una falta de credibilidad en las acciones de la política monetaria del Banco de México. A pesar de la existencia de una postura monetaria restrictiva, la mediana de expectativas para 2019 se ubica en 3.7 %, una décima por arriba de la proyección del Banco de México para cierre de año. Sin embargo, el consenso para finales de 2020 señala que la inflación bajará solamente 10 puntos base en 2020. Las mismas expectativas para ambos años para la inflación subyacente, sugieren una disminución similar a la de la inflación general, con una expectativa de 3.56 % para 2019 y 3.5 % para 2020. En otras palabras, los analistas en su conjunto piensan que a pesar de la postura restrictiva de la política monetaria, no habrá disminución significativa en la inflación subyacente en los próximos dos años, mientras que la trayectoria que anticipan se ubica marcadamente por arriba del escenario base del Banco de México.

Pese a que aún es temprano evaluar con la información disponible el efecto faro que pudiese tener los incrementos del salario mínimo sobre otros salarios y posteriormente sobre el nivel de precios, es importante mantenerse vigilantes de la capacidad de absorción de la economía para asegurar que estos aumentos no generen presiones inflacionarias adicionales. El análisis de este fenómeno es complejo, debido a las características de nuestro mercado laboral en donde los incrementos en el salario mínimo afectan principalmente a los deciles de ingresos bajos y a la informalidad. Las repercusiones se complican aún más por el incremento extraordinario del mínimo en la frontera norte del país, el cual podría contaminar las negociaciones de salarios contractuales, no sólo en empresas de la misma región sino también en el interior del país.

Ante esta coyuntura considero que, por lo pronto, la postura monetaria actual es la adecuada para mediar con los equilibrios financieros y buscar la convergencia de la inflación hacia su objetivo en un tiempo adecuado. Por lo mismo, voto a favor de mantener sin cambio el objetivo actual de la tasa de interés de fondeo interbancario en 8.25 %.

## **IRENE ESPINOSA CANTELLANO**

Persiste un entorno complejo y de marcada incertidumbre para la economía mundial.

La moderada pero continua desaceleración de la economía global parece haberse acentuado, reflejando nuevamente la menor expectativa de crecimiento en las principales economías avanzadas y en algunas economías emergentes, sobre todo las asiáticas, que después del buen desempeño registrado al principio de 2019, comienzan a mostrar signos de debilidad.

Si bien hubo señales de recuperación en la actividad de algunas economías durante el primer trimestre del año debido a los efectos de los estímulos fiscales y monetarios en sus respectivos países, los riesgos a la baja siguen vigentes. Incluso algunos de ellos han comenzado a materializarse, como el escalamiento de las tensiones comerciales entre Estados Unidos y China.

Los recientes anuncios de aumentos en los aranceles a las importaciones entre ambas naciones representan un deterioro adicional en su relación comercial, lo que ha afectado el ánimo de los inversionistas y revirtió el optimismo que había otorgado estabilidad a los mercados globales. De este modo, se ha elevado de forma significativa el riesgo de una guerra comercial más prolongada a la anticipada, la cual podría provocar en los meses por venir una desaceleración más pronunciada, tanto de ambas potencias como para la economía mundial.

Adicionalmente, otros riesgos de índole político y geopolítico, entre los que destacan la posibilidad de una salida desordenada del Reino Unido de la Unión Europea, tensiones generadas por Corea del Norte y conflictos en el Golfo Pérsico, podrían deteriorar la confianza de los consumidores, desincentivar aún más la inversión y, en última instancia, profundizar la atonía del crecimiento económico mundial, así como incrementar la volatilidad de los mercados y agudizar las condiciones financieras a nivel global.

En este contexto, los mercados laborales en las economías avanzadas continúan mostrando fortaleza, mientras que las presiones inflacionarias siguieron la tendencia de moderación que habían exhibido durante los últimos meses. Si bien se ha observado un ligero repunte en el nivel de la inflación general ante el alza de los precios de los energéticos, este se encuentra aún por debajo de las metas de dichos bancos centrales.

Derivado de lo anterior, la Reserva Federal y otras autoridades monetarias de economías avanzadas mantuvieron sin cambios sus tasas de referencia y, con ello, reforzaron las expectativas de que preservarán una postura de cautela e incluso que algunos adoptarán mayores estímulos.

Por su parte, en la mayoría de las economías emergentes, la inflación también mostró una ligera tendencia ascendente. No obstante, el componente subyacente se mantuvo relativamente estable, al disiparse los efectos de la depreciación del tipo de cambio y la menor demanda global, lo que permitió que los bancos centrales de este conjunto de países mantuvieran una postura monetaria neutral.

Por ello, el balance de riesgos para la inflación mundial se mantiene relativamente equilibrado.

En suma, la agudización en la tensión comercial también se ha convertido en un factor crítico para los mercados financieros globales, lo que ha generado caídas en los mercados accionarios en últimas fechas, propiciando una toma generalizada de utilidades, exacerbando el sentimiento de aversión al riesgo y de búsqueda de activos de refugio. Este comportamiento a su vez ha incidido de forma negativa en los precios de los activos de las economías emergentes. Así, si bien los flujos de inversión hacia estos mercados continuaron siendo positivos, estos se han moderado respecto a los observados a inicios del año, incluso en algunas semanas se han registrado salidas en activos de renta variable.

En cuanto a las condiciones internas, estas muestran una dinámica negativa, lo que refuerza las preocupaciones mencionadas desde nuestra última reunión.

En lo que se refiere a los activos financieros, el mercado cambiario y de renta fija presentaron un desempeño negativo, mientras que el mercado accionario mostró un aumento marginal. En particular destaca que:

Primero, en línea con el entorno internacional, el tipo de cambio se depreció y cotiza en niveles por arriba de los 19 pesos. No obstante, el atractivo nivel de tasas de interés frente a otras economías mitigó en parte dicho movimiento. Las condiciones de operación se han mantenido estables y las métricas implícitas en las opciones apuntan hacia un funcionamiento ordenado del mercado cambiario.

Segundo, por su parte, las tasas de interés de los valores gubernamentales presentaron aumentos de hasta 31 puntos base en respuesta al entorno global y a factores locales, en particular, la publicación de las últimas cifras de inflación, las cuales sorprendieron al ubicarse por encima de lo esperado.

Tercero, en línea con esto último, los diferenciales entre las tasas nominales y reales de instrumentos de mercado se incrementaron y se ubican en niveles de alrededor de 420 puntos base.

Adicionalmente, los flujos acumulados en el año por parte de inversionistas extranjeros se mantienen en terreno positivo; sin embargo, se han presentado salidas en activos de renta fija como resultado de una aparente toma de utilidades.

Por lo que respecta a la economía real, la información que se ha publicado desde marzo apunta tanto al deterioro de la actividad económica como al incremento de la inflación.

En efecto, la estimación oportuna del PIB para el primer trimestre del año confirmó un debilitamiento de la actividad económica mayor al anticipado.

Durante el primer trimestre del año, el PIB se contrajo 0.2 % respecto al trimestre previo con cifras ajustadas por estacionalidad, como resultado de disminuciones tanto de la producción industrial como de los servicios. En particular, un aspecto que preocupa es la contracción significativa de la construcción, que de acuerdo al indicador de producción industrial cayó 3.4 % durante marzo.

Por el lado de la demanda, durante ese periodo las exportaciones manufactureras continuaron mostrando una desaceleración mientras que el consumo continuó perdiendo dinamismo. Asimismo, se espera que la inversión haya continuado desacelerándose a pesar del notable repunte que registró en enero, el cual comenzó a revertirse en febrero.

De esta manera, el pronóstico de crecimiento para este año del Banco de México se ha vuelto a revisar a la baja, de 1.5 % previsto en nuestra reunión de marzo a 1.3 %. Si bien se ha modificado ligeramente al alza el pronóstico para 2020, de 2.1 % a 2.2 %, este ajuste parece reflejar más bien un efecto aritmético, puesto que a la fecha no hay otros elementos que nos conduzcan a asumir un posicionamiento más optimista.

Por último, las condiciones de holgura de la economía se han vuelto menos estrechas durante el primer trimestre del año, aunque se mantienen en terreno neutral.

Adicionalmente, la economía sigue expuesta a diversos riesgos que, de materializarse, podrían originar efectos negativos en su desempeño. En mi opinión, uno de ellos es el proceso de ratificación del tratado comercial con Estados Unidos y Canadá (T-MEC) el cual presenta obstáculos en los tres países, y que, de retrasarse, podría complicar aún más el panorama de la inversión.

Por otra parte, resulta preocupante que, a pesar del debilitamiento de la actividad económica, la lectura de inflación de la primera quincena de mayo se haya ubicado notoriamente por encima del nivel que registró durante el mismo periodo en marzo pasado, al pasar de 3.95 a 4.41 %. De este incremento de 46 puntos base, 28 son atribuibles a la inflación subyacente y 18 a la no subyacente.

En particular, es de resaltar que el componente de la inflación subyacente, que había mostrado resistencia a disminuir, ahora incluso registró un notable aumento, al pasar de 3.51 a 3.87 % en el periodo referido. Dicho aumento no necesariamente obedece a efectos transitorios, ya que aun al eliminar el principal factor estacional que ejerció una influencia positiva en la última lectura de la inflación y otros factores volátiles, la tendencia de la inflación subyacente fue claramente al alza. Preocupa la dinámica antes descrita, ya que muestra la débil conexión que existe actualmente entre la dinámica de precios y la posición cíclica de nuestra economía.

Asimismo, el señalado repunte de la inflación representa un fuerte obstáculo para que las expectativas, ya sea las provenientes de encuestas o las implícitas en los instrumentos de mercado, disminuyan para converger a la meta del 3 %.

Por ello, no obstante las condiciones de mayor holgura en la economía, el balance de riesgos para la inflación muestra señales de deterioro. En prospectiva, persisten factores de riesgo externos e internos que representan fuentes potenciales de presiones inflacionarias, como la posible materialización de eventos de volatilidad que generen presiones sobre el tipo de cambio, o los efectos de las revisiones al alza del salario base de cotización en el país sobre otros salarios o remuneraciones.

Al respecto, los análisis más recientes elaborados por el *staff* del Banco sugieren una correlación positiva entre los cambios al salario base de cotización y la inflación subyacente, y que dicho efecto se potencializa proporcionalmente a la intensidad del uso de mano de obra y de la masa salarial. Así, en un contexto de desaceleración económica, los incrementos salariales constituyen un factor adicional que dificulta la convergencia de la inflación hacia su meta. Asimismo, otra fuente latente de posibles presiones salariales son los compromisos laborales suscritos en el marco del T-MEC que, en caso de ratificarse, también podrían propiciar revisiones que rebasen las ganancias en productividad y generen distorsiones en la formación de los precios.

Por lo que se refiere a las finanzas públicas, considero prudente resaltar que desde nuestra última reunión ha aumentado la preocupación que se presente un faltante de ingresos públicos. Los datos a marzo señalan una disminución en su comparación real anual y que el monto fue menor con respecto al programa. Lo anterior, debido principalmente a menores ingresos petroleros, lo que se había señalado como uno de los factores por los cuales podría presentarse un faltante. Este podría incrementarse por menor recaudación ante la desaceleración de la economía, así como por menores ingresos tributarios derivado del apoyo a Pemex.

A pesar del debilitamiento económico durante el primer trimestre del año mayor al esperado, la inflación ha presentado un aumento significativo. En particular, destaca que el componente subyacente pasó de mostrar resistencia a disminuir a registrar un aumento importante. El repunte se ha visto influido por diversos factores, entre los que sobresalen el comportamiento de los precios de los energéticos y las posibles afectaciones por las revisiones salariales, lo que sugiere cierta desvinculación entre la dinámica de los precios y las condiciones cíclicas de la economía. A su vez, las condiciones descritas han impactado adversamente las expectativas de inflación en el corto plazo.

Así, ante el balance de riesgos para la inflación que se encuentra sesgado al alza y el entorno de acentuada incertidumbre externa e interna, resulta indispensable que este Instituto Central mantenga una postura prudente y cautelosa, que le permita lograr la convergencia de la inflación a la meta del 3 % en el horizonte en que opera la política monetaria. Mantener dicha postura es el único camino para propiciar que las expectativas de inflación, que por un largo período se han situado por arriba de la meta, y que recientemente se han incrementado, comiencen a descender.

Por todo lo anterior, mi intención de voto en esta ocasión es en favor de mantener la Tasa de Interés Interbancaria a un día en el nivel de 8.25 %.

Considero fundamental que el comunicado de política monetaria enfatice que, a pesar del debilitamiento de la actividad económica, el riesgo para la inflación se ha deteriorado en un entorno de marcada incertidumbre interna y externa. Asimismo, que la Junta de Gobierno considera que su postura monetaria actual es congruente con la convergencia a la meta en el horizonte en el que opera la política monetaria, y que, además, mantendrá esa postura por el tiempo que sea necesario para garantizar la convergencia.

No quisiera concluir mi intervención sin externar algunas preocupaciones que se desprenden del entorno económico actual y que atañen a la preservación de los fundamentos macroeconómicos del país.

En primer lugar, hemos destacado ya en nuestros comunicados de política monetaria la relevancia de cumplir con las metas fiscales contempladas en el Paquete Económico para 2019 y años subsecuentes. Al respecto, deben tenerse muy presentes los riesgos para la solidez y la sostenibilidad de las finanzas públicas.

En particular, para el presente ejercicio se espera que se conviertan en fuente de presión para las finanzas públicas los siguientes factores:

Ingresos menores a los presupuestados. De acuerdo a la Secretaría de Hacienda y Crédito Público, se estima un faltante de ingresos por 94.1 miles de millones de pesos al cierre de 2019, el cual responde esencialmente a la expectativa de menores ingresos, sin considerar la disminución de ingresos tributarios por el apoyo a Pemex.

Los ajustes adicionales al gasto del sector público. A fin de cumplir con el programa, se estima que al menos se requerirá una reducción del gasto de Pemex por 98.9 miles de millones de pesos.

El aumento en el costo de la deuda pública. A la fecha este rubro ya presenta un incremento y podría aumentar durante el resto del año en función del comportamiento del riesgo soberano y la prima de inflación.

Asimismo, también es fuente de preocupación el uso de los recursos del Fondo de Estabilización de los Ingresos Presupuestarios (FEIP) para brindar apoyo financiero a Pemex. Si bien dicha operación no afectará el monto de la deuda del sector público, sí le restará margen de maniobra a la SHCP para hacer frente, a partir del año entrante, a posibles choques adversos que disminuyan sus ingresos, como una mayor disminución de la actividad económica asociada al ciclo económico estadounidense.

En adición a lo anterior, debe señalarse que la reasignación del gasto ha sido implementada en detrimento de la inversión pública, lo que aunado al debilitamiento de la inversión privada, tiene efectos adversos no solo sobre la actividad económica en el corto plazo sino también en el mediano y largo plazos, al afectar la productividad y el crecimiento potencial.

Para concluir, quisiera retomar la preocupación que había externado en la última decisión de política monetaria respecto a los problemas estructurales que aquejan a Pemex. Al respecto, no debe olvidarse que los esfuerzos continuos y crecientes por parte del Gobierno Federal para proporcionar ayuda a dicha empresa, como los recientes acuerdos para disminuir su carga fiscal y refinanciar sus deudas a fin de resolver las necesidades de liquidez inmediata, van en la dirección correcta, pero no resuelven los problemas de fondo que esta enfrenta para transformarse en una compañía viable y con perspectivas de crecimiento.

Para que dichas medidas resulten efectivas y no comprometan las finanzas públicas, deben estar respaldadas por un plan de negocios sólido y creíble. En efecto, toda ayuda financiera que proporcione el Gobierno Federal a Pemex debe ir acompañada de un plan integral y de largo plazo, que le permita generar flujos de efectivo suficientes en las próximas décadas para hacer frente a sus obligaciones y elevar la inversión.

En particular, el plan de negocios debe basarse en:

Primero, criterios de rentabilidad para la selección de los proyectos de inversión. Al respecto, cabe mencionar que de acuerdo a los expertos, por cada peso que se invierte en el sector energético en México, el retorno en proyectos de exploración y producción es mucho mayor al de los de refinación.

Segundo, reconocimiento explícito de la necesidad de inversión privada. Ni Pemex ni el Gobierno Federal cuentan con los recursos para realizar las inversiones requeridas, por lo que se necesita promover la inversión privada en el sector energético. Resulta por ello indispensable reanudar las rondas de licitaciones para proyectos conjuntos de exploración y producción.

Tercero, certeza jurídica y buen gobierno corporativo. Para elevar la inversión privada en el sector energético, es indispensable ofrecer a las empresas certeza jurídica en sus contratos, así como realizar mejoras sustantivas en el gobierno corporativo de Pemex; lo anterior para generar confianza y disminuir la incertidumbre que actualmente prevalece.

Sin embargo, preocupa que aún no se cuenta con este plan de negocios y ya se ha anunciado la decisión de construir la refinería de Dos Bocas bajo la responsabilidad de Pemex y la Secretaría de Energía, lo que

ha generado diversos cuestionamientos e inquietudes por la factibilidad técnica del proyecto; por su costo, el cual expertos estiman que resultará significativamente superior a lo anunciado, y por la falta de experiencia de estas dos entidades para realizar la obra.

Por último, no quiero dejar de enfatizar que brindar a Pemex el apoyo financiero sin implementar un plan de negocios que contenga al menos los elementos antes mencionados no solo no resolvería los problemas de solvencia de la empresa, sino que sometería a mayor presión las finanzas públicas, y por ende, elevaría el riesgo de una degradación en la calificación crediticia, tanto de la empresa como del soberano. Finalmente, conviene recordar que un recorte de esta última tendría una profunda implicación sobre el tipo de cambio, la inflación, las tasas de interés y, en última instancia, sobre el desempeño económico del país.

## **JAVIER EDUARDO GUZMÁN CALAFELL**

No obstante el repunte de la actividad económica registrado durante el primer trimestre del año en algunas de las economías de mayor significancia, tanto avanzadas como emergentes, la economía mundial continuó mostrando un dinamismo moderado durante dicho lapso. Aun en un contexto de posturas de política monetaria acomodaticias por parte de los principales bancos centrales, mercados laborales altamente resilientes en estos países, así como medidas de estímulo adicionales en China, la actividad global sigue presentando indicios de debilidad, al tiempo que algunos de los riesgos que la afectan negativamente se han intensificado.

Por otra parte, si bien con presiones al alza provenientes de las cotizaciones de los energéticos y otras materias primas, la inflación global se mantiene en niveles moderados. En el caso de las principales economías avanzadas, y en buena medida como resultado del desempeño de su componente subyacente, el crecimiento de los precios se ubica en niveles inferiores a los objetivos de sus bancos centrales. Hacia adelante, cabe esperar que el sólido desempeño de sus mercados laborales contribuya al logro de dichas metas. Sin embargo, en vista de los todavía moderados incrementos de los costos laborales, así como de los riesgos que penden sobre la actividad económica mundial, lo anterior continúa sujeto a incertidumbre.

En este contexto, la probabilidad de nuevas revisiones a la baja de las proyecciones de crecimiento económico mundial para este año y el siguiente parecería haber aumentado. Entre los factores de riesgo cabe destacar en primer lugar el resurgimiento de conflictos en materia comercial. El más preocupante entre estos se deriva de las negociaciones entre China y Estados Unidos, que, tras haber progresado en meses previos, recientemente han registrado retrocesos importantes, derivando en la imposición de nuevos o mayores aranceles a los flujos comerciales entre ambos países. A lo anterior cabe agregar la persistencia de tensiones entre Estados Unidos y otros de sus socios comerciales más importantes, destacando el caso de la Unión Europea. De no encontrarse una salida satisfactoria a estas dificultades, los costos para la economía mundial podrían ser considerables.

En segundo lugar, si bien las más recientes comunicaciones de sus bancos centrales apoyan la perspectiva de posturas acomodaticias por un periodo prolongado, la posibilidad de sorpresas en materia de política monetaria en algunas de las principales economías avanzadas no puede descartarse. El caso de Estados Unidos merece particular atención. Tras mantener sin cambio el objetivo para la tasa de fondos federales en su última reunión, el Comité Federal de Mercado Abierto ha reiterado que mantendrá un enfoque de paciencia en la determinación de posibles ajustes a su postura monetaria. No obstante, la posibilidad de un repunte inesperado de la inflación como resultado de, por ejemplo, un mayor traspaso a los precios de los incrementos salariales o de los aranceles a las importaciones, no puede descartarse. De materializarse, lo anterior seguramente daría lugar a ajustes bruscos en los mercados financieros internacionales.

En tercer lugar, la actividad en China parece estar respondiendo de manera favorable a las medidas de estímulo implementadas, al tiempo que se han anunciado otras en la misma dirección, y las autoridades de ese país han manifestado su intención de utilizar las herramientas de política a su disposición para lograr

un ajuste ordenado de su economía. Sin embargo, el riesgo de que estas acciones resulten insuficientes, o de choques cuya magnitud propicie una desaceleración más pronunciada de la prevista, se mantiene latente.

En cuarto lugar, el desempeño negativo de los mercados financieros internacionales de las últimas semanas puede persistir por un periodo prolongado e, incluso, acentuarse. Esto, particularmente en virtud del resurgimiento de tensiones de orden político y geopolítico en una diversidad de frentes, así como por la todavía presente incertidumbre en torno al proceso de salida del Reino Unido de la Unión Europea. De concretarse, lo anterior repercutiría de manera adversa, en particular, en las economías emergentes. De hecho, la volatilidad de las últimas semanas se ha reflejado en el comportamiento de los flujos de capital hacia estas economías, registrándose en general una moderación e, incluso, salidas en algunos segmentos, que han repercutido en los precios de sus activos financieros.

En México, conforme a lo anticipado, la actividad económica se debilitó durante el primer trimestre de 2019. La estimación oportuna del PIB muestra una disminución trimestre a trimestre de esta variable de 0.2 % con cifras ajustadas por estacionalidad. Adicionalmente, las cifras revelan una lasitud generalizada de la actividad económica.

Por el lado de la oferta, el indicador antes señalado se contrajo en el periodo enero – marzo tanto para las actividades secundarias como para las terciarias. En el caso de la producción industrial, las estadísticas a marzo arrojan una tendencia a la baja para tres de sus cuatro principales componentes, además de un estancamiento para la industria manufacturera.

Por el lado de la demanda, la información indica una desaceleración del consumo privado y una persistente debilidad de la inversión, que se ha prolongado ya por alrededor de 4 años. El estancamiento de la inversión en ese lapso obedece a una combinación de factores. Entre estos destacan la caída de la inversión pública, explicada fundamentalmente por la estrategia adoptada para fortalecer las finanzas públicas, y una persistente situación de incertidumbre resultado a su vez de una variedad de causas. Dicho comportamiento de la inversión no responde a la política monetaria implementada. Al respecto, es importante recordar que el estancamiento de la inversión se inició en un periodo en el que la tasa de interés de política monetaria registraba un nivel de 3 %. Además, las encuestas recientes entre empresarios y analistas no asignan un papel importante a la política monetaria como factor explicativo de las bajas tasas de crecimiento económico.

Por su parte, las exportaciones mexicanas se han desacelerado, en buena medida como resultado del menor ritmo de expansión del comercio mundial, cuyos efectos han sido especialmente notorios en el intercambio de manufacturas.

Es probable que las anteriores cifras sobredimensionen la debilidad actual de la actividad económica. Como es bien conocido, esta fue afectada durante el primer trimestre por factores de naturaleza transitoria, entre ellos los problemas de desabasto de gasolina, los bloqueos al tránsito de ferrocarriles y huelgas en la frontera norte del país.

De esta forma, ante la desaparición de estos factores, tanto el Banco de México como la mayoría de analistas anticipan una recuperación del ritmo de crecimiento a partir del segundo trimestre del año. No obstante, en virtud de que el crecimiento del PIB a principios de 2019 registró cifras por debajo de lo anticipado, las perspectivas de crecimiento para el año en su conjunto se han deteriorado, ubicándose ahora más cerca del límite inferior del rango dado a conocer por este Instituto Central en su más reciente informe trimestral, para posteriormente mostrar cierta recuperación en 2020.

Los ejercicios estadísticos realizados sugieren que este escenario dará lugar a una brecha negativa del producto durante el periodo de influencia de la política monetaria. Dichas estimaciones no toman en cuenta la probable disminución del crecimiento potencial de la economía en los últimos años, resultado del desfavorable comportamiento tanto de la inversión como de la productividad total de los factores. Sin embargo, al considerar las expectativas actuales de crecimiento del PIB real para los próximos dos años, a



mi juicio es razonable anticipar una brecha del producto negativa, aunque menor que la que se obtiene de los estudios antes señalados.

Por otra parte, el balance de riesgos para el crecimiento sigue mostrando un sesgo a la baja, como resultado tanto de factores externos como internos. En el caso de los primeros, destaca la posibilidad de retrasos adicionales o un resultado adverso del proceso de ratificación de las negociaciones del tratado comercial entre México, Estados Unidos y Canadá. Además, cabe señalar las repercusiones en el crecimiento global del conflicto comercial entre Estados Unidos y China, así como el impacto de nuevos episodios de incertidumbre en los mercados financieros internacionales producto de este u otros factores. Creo que también es importante mencionar el ajuste a la baja de las expectativas de crecimiento de la producción industrial en Estados Unidos y, en particular, la menor tasa de crecimiento del sector manufacturero en ese país, que puede verse acentuada ante la pronunciada caída de los índices de gerentes de compras tanto en Estados Unidos como a nivel global. Con respecto a los factores de riesgo internos, en mi opinión los más importantes se vinculan a potenciales disminuciones adicionales de la producción de petróleo y a la persistente incertidumbre sobre la orientación de las políticas públicas en distintos ámbitos, que han contribuido a mantener un entorno adverso para la inversión.

Paradójicamente, en un entorno de debilitamiento de la actividad económica, se ha observado un incremento de los distintos indicadores de presión salarial, tales como los salarios contractuales, los de trabajadores asegurados por el IMSS y los costos laborales unitarios en el sector manufacturero. De hecho, estos últimos han acentuado su tendencia al alza desde finales de 2018, como resultado de aumentos salariales por encima de la productividad de la mano de obra. El resultado natural de esta combinación de tendencias ha sido una caída del empleo formal, un aumento de la informalidad laboral y un incremento de la tasa de desempleo, que probablemente haya sido amortiguado por el mayor empleo en el sector informal. Naturalmente, la contracción del empleo ha sido más marcada en aquellas zonas del país como la frontera norte, en donde se han observado los mayores ajustes salariales, observándose un marcado contraste inclusive con municipios contiguos no afectados por dichos ajustes.

La inflación general aumentó en abril, ubicándose nuevamente por encima del límite superior del intervalo de variabilidad alrededor de la meta de 3 %. Si bien ambos componentes de la inflación general influyeron en este resultado, el efecto principal provino de la subyacente, lo que es preocupante tomando en cuenta que este indicador refleja de manera más precisa las presiones inflacionarias.

En parte, el incremento de la inflación subyacente era anticipado, debido a la estacionalidad de la Semana Santa, misma que tuvo lugar en abril de este año y en marzo del pasado. Sin embargo, el incremento de este índice persiste aun eliminando dicho efecto. Así, la inflación subyacente excedió durante el mes de abril las proyecciones del Banco Central.

Además, diversas medidas de tendencia de la inflación subyacente, tales como los indicadores de media truncada, la mediana de la muestra, indicadores reponderados para atenuar variaciones extremas, o la inflación subyacente fundamental excluyendo los servicios turísticos, revelan persistencia o inclusive una tendencia al alza de dicha variable. De los componentes principales de esta, los precios de las mercancías alimenticias, la educación y los servicios distintos de la vivienda y educación, muestran tasas de crecimiento cercanas a, o por encima de, 5 %. Además, la inflación subyacente acumulada en el periodo enero – abril de este año es superior a la observada en el mismo lapso del año previo y la segunda más alta en los últimos 5 años.

En virtud de la desaceleración de la actividad económica, no se observan en este momento presiones de demanda sobre los precios. Lo anterior, combinado con el comportamiento del tipo de cambio del peso frente al dólar, sugiere que la trayectoria reciente de la inflación subyacente es explicada fundamentalmente por choques de oferta, derivados del impacto indirecto de los precios de los alimentos y la energía, y del comportamiento de los salarios. A lo anterior habría que agregar probablemente cierto grado de inercia en la evolución de este índice.

En este contexto, las expectativas para la inflación general obtenidas de encuestas para este año y el siguiente se han ajustado al alza, en tanto que aquellas para el largo plazo han permanecido estables. Al respecto, es importante subrayar la convergencia de las expectativas de largo plazo para la inflación subyacente hacia las de la inflación general observada en los últimos años.

Este comportamiento de las expectativas no está relacionado con un mensaje pesimista del Banco Central respecto de la trayectoria de la inflación. Los pronósticos al respecto están basados en criterios objetivos y hasta el último informe trimestral estimaban la convergencia de la inflación a la meta de 3 % en el primer semestre de 2020. No obstante lo anterior, las expectativas de inflación de los analistas para todos los plazos se ubican por encima de las proyecciones del Banco de México y de la meta.

Por su parte, el diferencial entre los rendimientos nominales y reales sobre valores gubernamentales ha vuelto a incrementarse, apuntando a un nuevo aumento de los riesgos inflacionarios en el mediano y largo plazos.

La dinámica reciente de la inflación subyacente implica la materialización de algunos de los riesgos al alza para la inflación que se habían venido señalando. Como resultado, si bien es de esperarse que la inflación general reinicie una tendencia a la baja en el segundo semestre de este año, es probable que la convergencia a la meta de 3 % sea más lenta de lo previamente anticipado.

Además, el balance de riesgos para la inflación mantiene un sesgo al alza. A mi juicio, en virtud de la experiencia reciente, el comportamiento de los salarios representa uno de los principales factores de preocupación, situación que se acentúa ante las implicaciones que pudiera tener la recientemente aprobada reforma laboral para las negociaciones salariales. En un contexto de elevada incertidumbre externa e interna, existe el riesgo de movimientos importantes del tipo de cambio y las consecuentes repercusiones en la inflación. A lo anterior cabe agregar los riesgos que se derivan de la volatilidad de los precios de los alimentos y energéticos, un potencial debilitamiento de las finanzas públicas, un comportamiento inercial de la inflación subyacente y el impacto de un mayor proteccionismo a nivel global.

Durante las últimas semanas, el comportamiento de los mercados financieros en México se ha caracterizado por una moderada apreciación del peso frente al dólar y aumentos de las tasas de interés a lo largo de la curva de rendimientos. Todo lo anterior en un entorno de condiciones adecuadas de operación, tanto en el mercado cambiario como en el de valores gubernamentales, y en el que el peso ha mostrado a lo largo del año un comportamiento frente a la divisa estadounidense mejor que el observado en la mayoría de las otras economías emergentes. La anterior evolución ha estado muy influida por efectos en dirección contraria de las negociaciones en materia comercial entre Estados Unidos y China y el repunte reciente de la inflación, por una parte, y el entorno macroeconómico interno, particularmente el manejo de la política monetaria, por la otra.

La situación descrita presenta un panorama complejo para la política monetaria. En un entorno de debilitamiento de la actividad económica y ausencia de presiones de demanda sobre los precios, se presentan diversos choques de oferta que inciden negativamente en el crecimiento de la economía y que dan lugar de manera simultánea a presiones inflacionarias. Así, los pronósticos para el comportamiento tanto de la inflación general como de la subyacente en lo que resta de este año y el siguiente probablemente deberán ajustarse al alza, por lo que el logro de la meta de inflación durante el primer semestre de 2020 parece difícil de alcanzar.

Lo anterior subraya la necesidad de una postura de política monetaria firme. La expectativa de una brecha del producto negativa debería contribuir a atenuar las presiones inflacionarias. Sin embargo, existe al mismo tiempo el riesgo de que los choques de oferta sobre la inflación, y en particular las tendencias que se están observando en materia salarial, den lugar a un desanclaje de las expectativas de inflación de largo plazo, especialmente en un entorno de aumentos de las de corto plazo para la inflación general y persistente

tendencia al alza de las de largo plazo para la subyacente. A lo anterior, cabe agregar la importancia de extremar precauciones, ante los retos que pueden surgir en una situación de alta incertidumbre interna y externa como la que enfrentamos en la actualidad.

Bajo estas circunstancias, un relajamiento de la postura de política monetaria o un mensaje prematuro en esta dirección validarían las expectativas de inflación antes señaladas, darían lugar a cuestionamientos respecto del compromiso con la meta de inflación, afectarían en general la credibilidad del Banco Central y tendrían un efecto adverso sobre la actividad económica, ya que seguramente se verían reflejados en ajustes al alza de las tasas de interés en la parte larga de la curva de rendimientos.

En virtud de lo anterior, mi voto es a favor de mantener la tasa de interés de política monetaria en su nivel actual y, con base en la información adicional sobre la inflación y sus determinantes, estar preparados para responder en la medida en que se requiera para asegurar la convergencia de la inflación a la meta.

En adición a un manejo prudente de la política monetaria, el mantenimiento de la estabilidad macroeconómica y financiera requiere de un apoyo adecuado de la política fiscal. Por tanto, será indispensable asegurar el cumplimiento de las metas anunciadas para las finanzas públicas, lo que implica en el corto plazo atender de manera oportuna las presiones derivadas de la evolución de la producción de petróleo, los apoyos a Pemex y un crecimiento económico por debajo de lo previsto. Además, es indispensable poner en marcha a la brevedad las acciones requeridas para hacer frente a los retos de largo plazo que enfrenta la Institución. Las medidas adoptadas para superar los problemas de liquidez de Pemex son de gran importancia; sin embargo, su impacto es transitorio. Los cuestionamientos en los mercados sobre la solvencia de la Institución, la fortaleza de las finanzas públicas y las posibles repercusiones en la economía, acrecentados ante la reciente decisión de seguir adelante con la construcción de una refinería en el sur del país, van a continuar en tanto no exista un modelo de negocios para Pemex que abra la perspectiva de una recuperación de la producción de petróleo y una Institución financieramente viable en el largo plazo.

## **ALEJANDRO DÍAZ DE LEÓN CARRILLO**

En cuanto al comportamiento reciente de la actividad económica global, si bien diversas economías y regiones, tanto avanzadas como emergentes presentaron cierto repunte en el primer trimestre del año, se prevé que este será transitorio y prevalecerá una tendencia decreciente y menores ritmos de crecimiento.

Derivado de un entorno más adverso para el comercio mundial, los rubros de la actividad económica que más se han visto afectados son, por el lado de la oferta, la producción de manufacturas, que predominan en el comercio mundial y, por el lado de la demanda, la inversión que de manera directa ha resentido importantes afectaciones en las cadenas globales de valor y propiciado un entorno de alta incertidumbre.

Entre los elementos que apuntan hacia ese comportamiento, destaca por un lado, la marcada reducción de los PMI manufactureros en el último año, alcanzando niveles de contracción en los casos de las economías más abiertas al comercio y, por otro, una marcada debilidad en la inversión. Esto refleja los efectos adversos que ha tenido la incertidumbre en las perspectivas de la inversión, tanto por los mayores riesgos al comercio global, como en los mercados financieros internacionales. Por ello, en los últimos años, y especialmente en México, la incertidumbre asociada al comercio mundial ha afectado de manera directa a la inversión en los sectores manufactureros y de manera indirecta en los servicios. Todo ello se ha reflejado en un deterioro en las perspectivas para la inversión y una caída en el clima de negocios a nivel global.

En cuanto a los servicios, que son más intensivos en trabajo y que están menos asociados a la actividad comercial, estos se han mantenido en expansión en las principales economías avanzadas y emergentes, dando soporte al consumo y al mercado laboral.

Cabe destacar que en las principales economías avanzadas el sector de servicios ha registrado dos influencias, una de mediano y largo plazos, en la que se han reasignando recursos de las manufacturas hacia los servicios, en respuesta a la mayor integración comercial y especialización, con otra más reciente y apoyada en el cambio tecnológico y su aplicación en los servicios, en los que se han dedicado más recursos y desarrollado nuevas alternativas que han fortalecido la competencia.

Los mercados laborales en las principales economías avanzadas mantuvieron su fortaleza, con amplia generación de empleo y con niveles históricamente bajos en sus brechas de desempleo. Al respecto, destacan los altos niveles que han registrado la confianza de los consumidores, la cual contrasta con la rápida reducción que tuvo el clima de negocios desde mediados de 2018.

Cabe destacar que, si bien las revisiones salariales en las economías avanzadas han repuntado, aún no se han detectado presiones inflacionarias. Inclusive, en algunas economías avanzadas la inflación subyacente ha mostrado cierta reducción y, tanto para Estados Unidos, la eurozona y Japón se encuentran en niveles inferiores a su meta.

Las reducidas presiones inflacionarias en las economías avanzadas reflejan tanto los efectos de la desaceleración económica reciente, como la presencia de otros factores que han mantenido a la inflación estructuralmente baja y con pocas presiones provenientes del mercado laboral, a pesar de que en éste prevalecen condiciones estrechas.

En particular, diversos factores han dado lugar a que las empresas no trasladen a precios las presiones de costos asociadas a los aumentos de salarios, tanto en la producción de bienes como en la de servicios. Por un lado, el cambio tecnológico y la globalización han permitido la fragmentación de los procesos productivos acorde a las ventajas competitivas y a la estructura de costos en diferentes países y regiones. Estos factores han propiciado ganancias en productividad y mercados más competidos, lo que ha dificultado a las empresas la posibilidad de aumentar precios. Al respecto, es claro que el comportamiento futuro de la inflación en dichas economías dependerá en gran medida de la permanencia o el debilitamiento de estos factores. En ese sentido, si bien prevalece la expectativa de que la inflación en las economías avanzadas se mantendrá en niveles bajos y sin presiones de consideración, este escenario no está exento de posibles riesgos al alza en caso de que algunos de los factores antes descritos comenzaran a debilitarse.

En Estados Unidos, los ajustes bursátiles de finales de 2018, las perspectivas de moderación en el crecimiento y una sostenida ausencia de presiones inflacionarias dio lugar a un ajuste importante en su política monetaria, reduciendo sus perspectivas de alzas de tasas de interés, reduciendo el ritmo de disminución de activos en su balance, y adoptando una estrategia más dependiente de la información más reciente y sin un rumbo o sesgo predeterminado. Ello ha dado lugar a menores tasas de interés a lo largo de toda la curva de rendimientos de los Bonos del Tesoro norteamericano.

No obstante, el entorno para la economía global se mantiene complejo y frágil, y persisten como factores de riesgo tales como las tensiones comerciales; una desaceleración considerable de la economía China; una salida desordenada del Reino Unido de la Unión Europea, y el escalamiento de tensiones políticas y geopolíticas.

La expectativa de los analistas y los mercados financieros prevén una desaceleración gradual de la actividad económica global y un bajo riesgo de recesión. Al respecto, cabe destacar que si bien la curva de rendimientos de los Bonos del Tesoro Norteamericano se ha invertido en ciertos tramos, la reducida prima por plazo da lugar a que dicho comportamiento apunte más hacia una desaceleración económica y no necesariamente una recesión.

Esta previsión está sujeta a riesgos, la desaceleración económica podría acentuarse en caso de que se profundicen las tensiones comerciales y los canales financieros amplifiquen la desaceleración económica o se presenten problemas de solvencia en sectores o intermediarios con carácter sistémico.

En las últimas semanas, la perspectiva de menores tasas de interés en las economías avanzadas ha propiciado un relajamiento de las condiciones financieras globales, un mayor apetito por riesgo y mayores flujos de capital hacia las economías emergentes, especialmente hacia renta fija y en menor medida a los mercados accionarios. Esta composición en los flujos recibidos refleja un entorno de mayor incertidumbre sobre la actividad económica global y en las propias economías emergentes. No obstante, esta perspectiva se ha visto afectada por el agravamiento reciente de las tensiones comerciales y flujos de capital a activos de bajo riesgo.

Por lo antes señalado, en el entorno actual, las economías emergentes más abiertas al comercio mundial enfrentan retos importantes para dinamizar la inversión. Además, diversos factores de riesgo idiosincráticos han aumentado la incertidumbre sobre las perspectivas de crecimiento y obstaculizado la inversión en algunas de ellas.

Entre los riesgos a la baja para el crecimiento de las economías emergentes destacan un deterioro de las tensiones comerciales o que estas se prolonguen; que las tensiones comerciales propicien una mayor desaceleración de la economía china y menores precios para las materias primas; una recomposición del comercio mundial, en la que con el fin de acomodar metas cuantitativas por déficits bilaterales de las economías más grandes, resulte en menores oportunidades de comercio para otras economías emergentes, y si las tensiones comerciales escalan, los mercados financieros podrían registrar una reasignación hacia activos de menor riesgo y recomposiciones en los portafolios de inversión.

Así, el entorno para las economías emergentes se ha tornado marcadamente más incierto y sujeto a riesgos de mayor impacto.

Si bien en lo general ha predominado una menor tensión en los mercados financieros globales y un mejor desempeño de los activos y divisas de las economías emergentes, el recrudecimiento de las tensiones comerciales dio lugar a que los inversionistas buscaran refugio en los activos de menor riesgo. Esto propició mayor volatilidad en la cotización del peso y aumentos en las tasas de interés de mayor plazo. Ello refleja que persiste la posibilidad de enfrentar episodios de volatilidad en los mercados financieros y ajustes importantes en los activos de las economías emergentes.

En adición a los retos que se identifican del entorno externo, el desempeño de las economías emergentes estará determinado en gran medida por factores de riesgo idiosincráticos y la solidez de sus cimientos macroeconómicos. La incertidumbre y los factores de riesgo que gravitan sobre la economía mexicana aún tienen a los activos nacionales cotizando con un descuento o prima de riesgo adicional respecto al comportamiento que ha tenido en los últimos años o respecto a las calificaciones crediticias vigentes. Al respecto, si bien dichas primas de riesgo adicionales han tenido cierta reducción, es necesario que las acciones y definiciones que se adopten próximamente respecto a dichos factores de riesgo, contribuyan a generar confianza y anclar de mejor manera las perspectivas sobre la economía mexicana.

En particular, Pemex enfrenta retos considerables y su calificación crediticia constituye un factor de riesgo para los mercados financieros y la economía nacional. Al respecto, si bien se han anunciado algunas acciones y la intención de apoyar las finanzas de la empresa, es necesario perfilar una estrategia de mediano y largo plazo que apunte a la generación de valor y le permita cubrir sus necesidades de financiamiento a través de los mercados financieros en condiciones adecuadas de costo y plazo.

Ante los riesgos externos e internos que enfrenta la economía mexicana, es necesario mantener una postura macroeconómica sólida y que permita hacer frente a la posible materialización de escenarios adversos. En el ámbito fiscal es necesario cumplir la meta fiscal de superávit primario de 1 % del PIB para 2019 aprobada por el Honorable Congreso de la Unión y conservar la meta anunciada para el 2020. En el campo monetario, se debe perseverar en alcanzar la meta de inflación de 3 %, mientras que en relación al sistema financiero de debe mantener su fortaleza.

Desde el segundo trimestre de 2018 el crecimiento en México se ha venido desacelerando a un ritmo mayor al anticipado. La información disponible muestra que la actividad económica en el primer trimestre del año registró una contracción respecto al trimestre previo.

Por el lado de la demanda, las afectaciones al comercio mundial y la presencia de algunos factores idiosincráticos en algunas economías avanzadas han propiciado una desaceleración de las exportaciones manufactureras. Al respecto, destaca que la expectativa de crecimiento para la producción industrial en Estados Unidos para 2019 se redujo de 2.8 a 2.2 %, lo que implica menor dinamismo de la demanda externa. Por su parte, la demanda interna ha resentido la marcada y persistente atonía de la inversión y la desaceleración del consumo registrada en la información más oportuna.

Por el lado de la producción, en el primer trimestre del año se presentaron contracciones en su componente industrial y de servicios, mientras que las actividades agropecuarias se expandieron. Al respecto, en adición a los efectos sobre el crecimiento de una mayor debilidad de la demanda, interna y externa, se han presentado algunos factores que han afectado transitoriamente a la actividad económica, entre los cuales destacan los problemas en la distribución de combustibles, la interrupción de vías férreas, huelgas en el norte del país y los retrasos en los cruces fronterizos.

Las perspectivas de crecimiento para el resto de 2019 están sujetas a una elevada incertidumbre, en el ámbito externo e interno. Así, entre los principales factores de riesgo para el crecimiento destacan: que se escalen o se sostengan un mayor tiempo las tensiones comerciales, afectando el crecimiento global e induciendo una mayor aversión al riesgo y menor disponibilidad de recursos para las economías emergentes; que se presenten obstáculos en el proceso de ratificación de los acuerdos comerciales alcanzados entre México, Estados Unidos y Canadá o acciones adicionales que afecten al comercio en la región; factores internos que afecten la confianza en las perspectivas de la economía mexicana; reducciones adicionales en los ingresos públicos, y que se materialicen riesgos geopolíticos.

Por lo que toca a los riesgos de mediano plazo que afectan al crecimiento es necesario incrementar la productividad de la economía mexicana y promover la adecuada utilización de los factores; superar los problemas de falta de Estado de derecho que afectan considerablemente las perspectivas de inversión y crecimiento, y promover la adopción de nuevas tecnologías, fortalecer el capital humano, reducir las brechas de oportunidades, y generar los incentivos necesarios para el crecimiento y el desarrollo.

Por lo anterior, el balance de riesgos para el crecimiento se ha tornado más incierto y se mantiene sesgado a la baja.

En este entorno, desde finales de 2018 y en el primer trimestre de 2019 los diversos indicadores con los que se cuenta para evaluar las condiciones de holgura se han relajado y se prevé que se amplíen en los próximos trimestres.

La inflación general ha resentido importantes ajustes, provenientes tanto del tipo de cambio como de presiones significativas en la inflación no subyacente, especialmente en los precios de los energéticos. Después de disminuir de 4.83 % en diciembre a 4 % en marzo, en parte por la inusual inflación mensual baja en enero por la reducción del IVA en la frontera, aumentó a 4.41 % en abril. Este aumento refleja presiones tanto en la inflación subyacente como en la no subyacente. La inflación no subyacente, que pasó de 5.47 % en marzo a 6.08 % en abril resintió mayores variaciones anuales en los precios de los energéticos debido a aumentos en sus referencias internacionales. La inflación subyacente pasó de 3.55 a 3.87 % en igual periodo. Ello refleja un aumento en la variación de los servicios y en las mercancías alimenticias. Parte de este aumento era anticipado, debido al efecto calendario del periodo vacacional de Semana Santa registrado en abril, que en 2018 ocurrió en marzo. No obstante, la mayor variación anual excedió lo previsto por dicho efecto. El aumento reciente de la inflación subyacente por encima de lo previsto refleja los retos que se han enfrentado para consolidar su reducción y convergencia a niveles de 3 %.

Considerando la magnitud de los aumentos en el salario mínimo, y su efecto en otras revisiones salariales, se enfrenta el riesgo de que sus aumentos rebasen las ganancias en productividad y generen presiones de costos, con posibles afectaciones en el empleo formal y en el proceso de formación de precios. La información disponible apunta a que las revisiones salariales podrían estar presionando a la inflación subyacente, especialmente a través de los bienes y servicios que utilizan más intensivamente la mano de obra.

En respuesta al aumento reciente en la inflación general y algunos de sus componentes, se revisaron al alza algunos de los indicadores de expectativas de inflación. Así, entre febrero y abril, la expectativa de encuestas entre analistas para la inflación general para 2019 presentó un aumento de 3.65 a 3.7 %, mientras que la de 2020 se mantuvo en 3.6 %, por su parte la subyacente para 2019 aumentó de 3.5 a 3.56 % y la de 2020 pasó de 3.48 a 3.5 %. Todas las expectativas para la inflación general y subyacente de mediano y largo plazos se mantuvieron en niveles superiores a la meta de 3 %.

La compensación por riesgos inflacionarios que se extrae del diferencial entre los rendimientos de los bonos gubernamentales en términos nominales y reales de mediano y largo plazos, se ha mantenido en niveles elevados y aumentaron ligeramente.

En cuanto a las perspectivas para la inflación destaca, primero, la inflación general y subyacente han aumentado más de lo previsto y su trayectoria futura se ha tornado más incierta; segundo, la inflación subyacente estará sujeta a dos influencias, a la baja por la ampliación de la holgura en la economía, y al alza tanto por el riesgo de que los aumentos salariales recientes propicien presiones generalizadas de costos, como por la resistencia a disminuir que ha mostrado recientemente, y tercero, si bien la actualización del pronóstico de inflación general y subyacente presenta ciertos aumentos, la postura actual de política monetaria es congruente con la trayectoria de reducción de la inflación hacia su meta en el horizonte en el que opera la política monetaria.

El entorno descrito presenta disyuntivas y riesgos de corto, mediano y largo plazos. Por un lado, la actividad económica está desacelerándose a un ritmo mayor al anticipado y las condiciones de holgura podrían ampliarse. No obstante, los retos que enfrentan actualmente la economía y la inflación no son sólo los relacionados a la posición cíclica de la economía.

En los últimos años, la economía y la formación de precios han enfrentado choques considerables, tanto externos como internos, y las posturas fiscal y monetaria han tenido que reforzarse. Contar con una sólida postura macroeconómica contribuye decisivamente a propiciar un ajuste ordenado en la economía, a que la inflación alcance su meta y brinda el espacio necesario para que se adopten las acciones necesarias para promover mayor certeza y confianza.

Por lo antes señalado, si bien se han intensificado algunos factores de riesgo que pudieran acelerar la reducción de la inflación, como la mayor holgura en la economía, se mantienen otros elementos de riesgo que la podrían presionar al alza y desviarla de la trayectoria prevista, especialmente aquellos factores que han interferido en la respuesta que hubiera presentado la inflación subyacente ante la mayor holgura en la economía. Por ello, en un entorno complejo y de mayor incertidumbre, se considera que aún persiste un balance de riesgos al alza para la inflación.

Al respecto, es necesario tratar de evitar que se combine una desaceleración del crecimiento, con la adopción de políticas o acciones que pudieran afectar la formación de precios y mantengan a la inflación presionada y por encima de su meta.

Por ello, es particularmente relevante que además de seguir una política monetaria prudente y firme, se promueva una adecuada determinación de precios en la economía, se impulse la adopción de medidas que propicien una mayor productividad, un ambiente de confianza y certidumbre para la inversión y que se

consoliden sosteniblemente las finanzas públicas. Todo ello es necesario para consolidar de manera sostenida una inflación baja y estable y generar mayor crecimiento.

Por todo lo anterior, mi voto es a favor de mantener la Tasa de Interés Interbancaria a un día en un nivel de 8.25 %.

**FIN DE LA DISCUSIÓN DE POLÍTICA MONETARIA DE LA JUNTA DE GOBIERNO DEL BANCO DE MÉXICO**





BANCO DE MÉXICO

Documento publicado el 16 de mayo de 2022

[www.banxico.org.mx](http://www.banxico.org.mx)