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 17 de diciembre de 2020

TRANSCRIPCIÓN DE LOS POSICIONAMIENTOS DE LOS MIEMBROS DE LA JUNTA DE GOBIERNO DEL BANCO DE MÉXICO, CON MOTIVO DE LA DECISIÓN DE POLÍTICA MONETARIA ANUNCIADA EL 17 DE DICIEMBRE DE 2020

Lugar: Reunión celebrada por enlaces virtuales.

Fecha de la sesión de la Junta de Gobierno: 16 de diciembre de 2020.

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

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

GERARDO ESQUIVEL HERNÁNDEZ

La recuperación de la economía mundial ha continuado en meses recientes, lo que ha dado lugar a una mejoría en los pronósticos de crecimiento tanto para 2020 como para 2021 con respecto a los que prevalecían en junio pasado. En el caso de las economías avanzadas, los pronósticos se han reducido para los trimestres más inmediatos debido al incremento de casos de COVID-19, pero han aumentado para la segunda mitad de 2021 ante la expectativa de que la vacunación permita un mayor control de la pandemia. En el caso de los países emergentes, la recuperación económica ha ocurrido de manera heterogénea dependiendo de las políticas económicas y de movilidad implementadas en cada uno de ellos.

En la gran mayoría de los países la inflación continúa en niveles bajos y por debajo de sus objetivos de inflación. Los efectos de la menor demanda agregada global se han manifestado con mayor claridad en los servicios, así como en algunos bienes como la ropa y el calzado. En este contexto, los pronósticos de inflación global continúan bajos, si bien con mayor variabilidad que hace un año. En materia de política monetaria, los bancos centrales de las economías desarrolladas reiteraron el compromiso de mantener posturas acomodaticias por un periodo prolongado, así como de incrementar los programas de compras de activos en caso de ser necesario.

Desde nuestra última reunión los mercados financieros internacionales han tenido un desempeño claramente positivo: las bolsas de valores de la mayoría de los países, tanto avanzados como emergentes, tuvieron ganancias significativas; las divisas se apreciaron frente al dólar; los precios de las materias primas aumentaron; las tasas de interés se mantuvieron estables en niveles bajos, mientras que las primas de riesgo disminuyeron acercándose a los niveles previos a la pandemia. Este desempeño se explica porque se resolvieron algunos elementos de incertidumbre que estaban afectando a los mercados, tales como la evolución positiva del desarrollo de vacunas contra la enfermedad COVID-19 y el comienzo de su aplicación en varios países, así como la resolución ordenada del proceso electoral en Estados Unidos.

Los mercados financieros de países emergentes también se vieron beneficiados en el periodo, destacando el aumento en los flujos de capital destinados a activos de renta variable. Hacia delante se prevé que los mercados financieros continúen con un desempeño favorable a la par del avance en el proceso de vacunación, el cual podría consolidarse a partir del segundo trimestre de 2021. Sin embargo, en el corto

plazo aún existe el riesgo de un rebrote de la pandemia con la consecuente implementación de cierres de actividades, tal y como ya se vislumbra en algunos países.

En cuanto a la actividad económica de México, la información más reciente indica que el proceso de recuperación continúa avanzando. Las exportaciones se han recuperado a un ritmo vertiginoso y ya en octubre registraron variaciones anuales positivas. En sintonía con lo anterior, el sector primario continuó creciendo y las manufacturas han venido recuperándose a paso acelerado, registrando en octubre un valor cercano al de 2019, -1.3 % en su comparación anual. En contraste, la baja en la actividad económica sigue siendo de gran magnitud en la construcción y en servicios como los de alojamiento temporal y de transporte.

En cuanto al consumo privado, este se ha mantenido algo rezagado y se ha observado un cambio en su composición interna. Por un lado, el consumo de bienes de origen nacional muestra una trayectoria ascendente desde junio y se encuentra cerca de los niveles registrados el año pasado. En contraste, el consumo de bienes importados continúa mostrando variaciones anuales negativas significativas, -19 % en septiembre. Lo anterior ha contribuido a que la balanza comercial haya registrado superávits históricos, lo que se explica por un menor dinamismo en la recuperación de las importaciones en comparación con las exportaciones. Si bien esto es evidente en todos los rubros de las importaciones, incluyendo a bienes finales e intermedios, destaca la contracción de -44 % en octubre de las importaciones de bienes de consumo petroleros.

El componente más débil de la demanda agregada sigue siendo sin duda la inversión, que en septiembre registró una contracción de -16 % a tasa anual con cifras originales. Al interior de esta, la construcción presenta el peor desempeño hasta ahora.

Por su parte, el mercado laboral ha continuado con un paulatino proceso de normalización. El empleo ha continuado recuperándose, si bien dicha recuperación ha sido lenta, especialmente para las mujeres, y aún no se ha logrado alcanzar el nivel de empleo previo a la pandemia. En general, la actividad económica y el mercado laboral han continuado operando en condiciones de amplia holgura.

El crédito continuó mostrando un mal desempeño en la mayoría de los sectores: el dirigido al consumo vía tarjetas de crédito registró una contracción real de -12.5 % en octubre en su comparación anual, mientras que el destinado a las pymes muestra una caída de 6.3 % en el mismo mes a tasa anual, si bien su más reciente variación mensual fue ligeramente positiva después de siete meses consecutivos de reducciones.

La evolución del crédito responde a diversos factores tanto de oferta como de demanda. Por ejemplo, la captación líquida de la banca comercial suele impulsar la oferta de crédito, mientras que la confianza empresarial influye sobre la demanda. Si bien no se puede descartar que los factores de demanda tengan un rol en la coyuntura actual, la evidencia obtenida a través de la encuesta EnBan de Banco de México muestra que las líneas de crédito ofrecidas por la banca comercial se han reducido, por lo que no se pueden soslayar ni minimizar los factores de oferta que están contribuyendo a mantener deprimido el nivel de crédito en el país.

En cuanto a la inflación, las cifras de noviembre sorprendieron a la baja registrando disminuciones significativas tanto en el componente subyacente como en el no subyacente. La inflación general disminuyó en 76 puntos base al pasar de 4.09 % en octubre a 3.33 % en noviembre. La ampliación a dos semanas del periodo conocido como el “Buen Fin” permitió que las empresas compitieran en precios por un periodo más extendido y se registraron reducciones en un amplio rango de bienes y servicios. Es posible que parte del éxito del “Buen Fin” en lograr sostener una disminución de precios por un periodo prolongado tenga su origen en la debilidad de la demanda agregada cuyo efecto sobre los precios logró materializarse a través de este programa.

Aun y cuando se espera que muchos de los descuentos de noviembre hayan sido transitorios y que ya no estén disponibles para diciembre, es también previsible que la inflación general terminará el año por debajo de 3.5 %, lo que constituye, sin duda, una mejoría sustancial con respecto a lo que se esperaba un par de meses atrás. De hecho, en sintonía con el dato de noviembre, las expectativas de inflación para el cierre del año se ajustaron significativamente a la baja en la encuesta a especialistas que realiza el Banco de México correspondiente a diciembre, en la que se observa una mediana de 3.4 % que se compara muy favorablemente con el 3.95 % que se anticipaba apenas en la encuesta de octubre.

Si bien es cierto que la inflación subyacente aún permanece relativamente alta, esto no debe sobreestimarse ya que en realidad este indicador todavía está reflejando la dinámica de precios atribuible a la fase más aguda de la pandemia, cuando los precios de los alimentos y de otros productos aumentaron en forma importante. Es previsible que el comportamiento futuro de este indicador sea más benigno una vez que se deshagan los aumentos de precios de estos productos, lo que deberá contribuir a un escenario hacia delante con menores tasas de inflación tanto general como subyacente.

Esta previsión parece reflejarse de manera apropiada en diversos indicadores de expectativas de inflación. Así, por ejemplo, los indicadores de compensación por inflación y riesgo inflacionario implícitos en los bonos a 10 años han registrado disminuciones importantes en las últimas semanas. Además, las expectativas para el cierre de 2021 de *Consensus Forecast* sitúan a la inflación en 3.5 %, mientras que las expectativas de inflación anual para el promedio de 1 a 10 años extraídas de instrumentos de mercado se ubican en 3.04 %. Todo esto demuestra que las expectativas inflacionarias se encuentran bien ancladas y bajo control.

En general, cabe señalar que los determinantes fundamentales de la inflación exhiben un comportamiento que tiende a favorecer a la estabilidad de precios. Estos aspectos incluyen una importante debilidad en la demanda agregada, una significativa apreciación del tipo de cambio desde marzo, así como el hecho de que los precios de los energéticos continúan relativamente estables en niveles bajos.

Con respecto a las previsiones sobre la inflación, considero que los recientes acontecimientos internacionales ya mencionados han mejorado el balance de riesgos para esta, ya que se han retirado diversos elementos de incertidumbre que pesaban sobre el comportamiento del tipo de cambio.

Por otro lado, los mercados financieros nacionales mostraron un comportamiento positivo desde la última decisión, favorecidos por el contexto internacional descrito y por la solidez de los fundamentos macroeconómicos de nuestro país. El tipo de cambio ha continuado apreciándose y recientemente se ha ubicado por debajo de 20 pesos por dólar, mientras que el índice de la bolsa de valores subió en forma importante y las tasas de interés de largo plazo y las primas de riesgo han registrado disminuciones. El indicador de riesgo-país ha tenido una mejoría notable desde marzo, ubicándose en la actualidad en niveles similares a los que se tenían antes de la pandemia. Además, recientemente dos agencias calificadoras, Fitch y S&P, refrendaron el estatus de grado de inversión al soberano y mantuvieron su perspectiva sin modificación. Estas decisiones disminuyen en forma importante la posibilidad de que el país pierda el grado de inversión en el corto plazo.

Con base en todo lo anterior, considero que el balance de riesgos para los mercados financieros, al igual que el de la inflación, ha mejorado en forma importante desde nuestra última reunión.

Una parte importante de la preservación de los fundamentos macroeconómicos del país reside en la disciplina y responsabilidad fiscal. En ese sentido, es de resaltar que el cociente deuda/PIB que se anticipa para México en los próximos dos años se encuentra por debajo del de países emergentes con mejor calificación crediticia como Polonia y Malasia. Hacia delante, cuando las economías emergentes comiencen a enfrentar el pago de intereses de las deudas contraídas durante la pandemia, esta situación podría distinguir aún más a nuestro país de otros países emergentes, lo que podría traducirse en un atractivo adicional para los activos nacionales.

En este contexto relativamente favorable, mi voto es a favor de reducir en 25 puntos base la tasa de interés objetivo para situarla en 4 %. Considero que la reciente disminución en la inflación, la evolución favorable de sus determinantes, así como la mejoría en el balance de riesgos permiten aprovechar este espacio adicional. Desde mi punto de vista, es indispensable no dejar pasar la oportunidad de continuar con el ciclo de relajamiento monetario cuando las condiciones lo permitan. Considero que, en las condiciones descritas, este relajamiento adicional traería beneficios sumamente necesarios sin poner en riesgo el objetivo prioritario del Banco de México.

La necesidad de un mayor relajamiento monetario en la coyuntura actual se manifiesta de distintas maneras. Primero, el crédito a hogares y empresas continúa contrayéndose. Un relajamiento monetario adicional permitiría no solo disminuir los costos de financiamiento para las empresas, sino también mejorar las condiciones de otorgamiento que recientemente se han deteriorado. Existe la noción equivocada de que el crédito a las empresas no es importante para el crecimiento económico debido al bajo nivel de desarrollo del sistema financiero mexicano. Sin embargo, cuando las fluctuaciones en el crédito son muy pronunciadas, como en la actual coyuntura, su impacto sobre la actividad agregada es significativo a pesar de que sólo una fracción de la economía opere con créditos bancarios.

Segundo, la tasa real *ex ante* de México sigue siendo alta en comparación con la de otras economías emergentes. Mientras que una gran cantidad de países han llevado dicha tasa a terreno negativo, la de México aún es positiva. Si bien algunos países que han reducido sus tasas de política monetaria más que México, como Brasil y Sudáfrica, exhiben altas tasas de largo plazo, esto se debe fundamentalmente a que su riesgo soberano es mayor que el nuestro. Otros países con un riesgo soberano menor como Chile, Perú, y en menor medida Colombia, han podido reducir sus tasas de corto plazo manteniendo sus tasas de largo plazo en niveles bajos. Precisamente el hecho de que México tenga un riesgo soberano que hoy en día se encuentra por debajo del de Brasil y Sudáfrica nos brinda la oportunidad de seguir relajando la política monetaria y buscar tener un impacto sobre toda la curva de rendimientos. Mantener una tasa de interés real alta en un contexto en que la demanda agregada se encuentra débil puede ser muy dañino para la economía, ya que se incurre en el riesgo de caer en una larga y profunda recesión que podría incluso afectar el potencial de crecimiento de mediano y largo plazo.

Tercero, el panorama macroeconómico de México muestra los síntomas típicos de economías que enfrentan una política monetaria muy restrictiva. En situaciones de este tipo es usual que se registre un mal desempeño de los componentes de la demanda que son más sensibles a las tasas de interés, como el consumo vía tarjetas de crédito o la inversión. El contraste entre el desempeño positivo del sector externo, el cual no responde directamente a la tasa de interés doméstica, con el desempeño menos dinámico de la economía interna, que sí depende de dicha tasa, es un síntoma adicional. Asimismo, cuando la política monetaria permanece restrictiva suele producirse un superávit de cuenta corriente particularmente en el caso de economías pequeñas y abiertas. Esto se debe a que la cuenta corriente se relaciona con la diferencia entre el ahorro nacional y la inversión. Una política monetaria restrictiva incentiva el ahorro y deprime la inversión, lo que provoca el mencionado superávit. Todos estos elementos típicos de economías que enfrentan una política monetaria restrictiva están presentes en México en la actualidad.

Hacia delante, considero que el ciclo de bajas no puede darse por terminado y que es urgente reiniciarlo en cuanto se abran oportunidades, como es el caso de la actual coyuntura, que permitan apoyar a la economía sin poner en riesgo al objetivo prioritario de la estabilidad de precios.

JONATHAN ERNEST HEATH CONSTABLE

Ante la profunda caída en la actividad económica, su afectación hacia el mercado laboral y la expectativa de que la recuperación será frágil, difícil y prolongada, hace un mes voté por una reducción de 25 puntos base para el objetivo de la tasa de fondeo interbancario. En este lapso, la inflación se redujo a 3.3 % en noviembre y estimo que terminará el año en 3.4 % o menos, el peso se ha apreciado hacia un tipo de cambio en rumbo para quedar por debajo de 20 pesos por dólar a fin de año y la percepción de riesgo medido

mediante los *CDS* ha disminuido hacia niveles que existían antes del comienzo de la pandemia. Mientras tanto, la actividad económica sigue presentando un claro sesgo a la baja, a tal grado que tuvimos un superávit histórico de 6.7 % del PIB en la cuenta corriente en el tercer trimestre. La vacuna contra el COVID-19 no cambiará el escenario de recuperación débil en el corto plazo. Ante este panorama y tomando en cuenta el rezago con la cual opera la política monetaria, es imperativo reiterar mi voto para una reducción de 25 puntos base para situar el objetivo en 4 %.

Después del desplome en la actividad económica del segundo trimestre y tras el incipiente rebote del tercero, se anticipa una recuperación difícil y prolongada, que podrá tardar más de un par de años para regresar al pico previo que se registró en el primer trimestre de 2019. Aunque las exportaciones han vuelto a sus niveles pre pandémicos, la economía interna permanece severamente deprimida. Se vislumbra una caída en el PIB potencial y una tasa de crecimiento mediocre, por lo que la brecha de producto permanecerá negativa por un largo periodo. Ahora y en el futuro cercano, este es el problema central, que afecta especialmente a la clase trabajadora. Ante la política de austeridad fiscal, la mira está en la política monetaria como único instrumento anti cíclico. Como prácticamente el resto del mundo, necesitamos adoptar una postura altamente acomodaticia y subrayar que permanecerá así por un largo tiempo.

El número de contagios y decesos aumenta y aunque la aplicación de la vacuna parece ser la solución, no será así en el corto plazo. Si bien la campaña de vacunación esta por empezar, permanecen muchas incógnitas en cuanto a su adquisición apta, distribución efectiva, cobertura suficiente y eficacia terminal. Se estima que algunos grupos solo podrán empezar a vacunarse hasta mediados del año que entra. Esto nos lleva a considerar que la afectación económica se mantendrá durante una buena parte de 2021.

De acuerdo a la postura monetaria, todavía hay espacio para entablar un esfuerzo más expansivo. Hay que tener presente que la tasa neutral de corto plazo es menor dada la drástica caída de la actividad económica. Por lo pronto, no hay condiciones para incentivar la inversión, tanto por el panorama de incertidumbre como por las perspectivas de la actividad económica futura. De igual manera, se requieren medidas que estimulen el consumo que es vital para reactivar a la economía. De no atenderse estas afectaciones con la energía necesaria se producirán daños estructurales irreparables para las generaciones futuras. En consecuencia, el Banco Central debe continuar con el ciclo de baja de la tasa de interés de referencia y las medidas complementarias que lo han acompañado.

Los antecedentes históricos de política económica y resultados confirman la pertinencia de una expansión monetaria. Durante la crisis financiera de 2009 se mantuvieron tasas reales muy bajas, e incluso negativas en un momento dado, que hicieron compatibles el estímulo monetario con la relativa estabilidad de los precios. En la coyuntura actual es necesaria una tasa real menor que la que se estableció en ese momento, pues el impacto de la presente crisis en la actividad económica es mucho más grande y la recuperación se vislumbra más lenta en esta ocasión.

Una mayor relajación es deseable cuando la inflación se encuentra en la trayectoria prevista pese a desviaciones temporales. La reciente baja en la inflación se dio principalmente por reducciones en los precios de las mercancías no alimenticias a raíz del “Buen Fin” extendido. No obstante, se anticipa un repunte hacia adelante, que se estima prevalecerá hasta abril de 2021 debido en gran medida por el efecto de la base de comparación. Sin embargo, se espera que la inflación se mantenga en su trayectoria convergente para la segunda mitad del 2021. Por ello, las desviaciones temporales del objetivo no deben provocar una sobrerreacción de cautela, ya que las distorsiones al alza en la inflación derivadas de la pandemia tenderán a disiparse en los próximos meses.

Sin embargo, hay riesgos hacia adelante en el panorama inflacionario que no se pueden desatender. Entre ellos, la persistencia de la inflación subyacente, pese a las condiciones de holgura, y las expectativas de inflación general y subyacente que están por encima del objetivo. Adicionalmente, incrementos salariales agresivos el año entrante pudieran inducir un deterioro mayor en dichas expectativas. La velocidad del ciclo de relajación monetaria deberá considerar la importancia de estos riesgos.

Se tiene un contexto externo favorable en los mercados financieros y en el tipo de cambio. Las primas de riesgo crediticio prácticamente se encuentran en los mismos niveles que antes del inicio de la pandemia. El tipo de cambio ha revertido de una manera significativa la depreciación observada en el mismo período. También ya se observan entradas de extranjeros en bonos gubernamentales. Pese a que el número de contagios ha subido de manera significativa a nivel global, los avances en el desarrollo y distribución de la vacuna han sopesado más para reducir el sentimiento de aversión al riesgo, lo cual nos da cierto margen de maniobra. De igual manera, hay una perspectiva de que la relajación monetaria a nivel global persistirá por un largo período.

Es necesario revertir la reducción de financiamiento a familias y empresas. En efecto, el crédito de tarjetas, el de compras de automóviles y el de nómina ha disminuido. Asimismo, el crédito bancario a la pequeña y mediana empresa se ha limitado. Por tanto, hay que reforzar las políticas públicas que incentiven la oferta y demanda del crédito. En particular, la banca de desarrollo debe intensificar sus esfuerzos, no solo expandiendo el crédito que ofrece sino induciendo a éste mediante garantías otorgadas a los deudores. Medidas como éstas deben de tener como objetivo el estimular la inversión y el consumo, especialmente en compras de bienes durables. De igual forma, es necesario mantener una flexibilización responsable del marco regulatorio y de supervisión que se adapte a la gravedad de la situación, tanto para evitar quebrantos en la salud financiera, como para promover un mayor flujo de crédito. Un balance difícil de lograr, pero de la más alta importancia.

El nivel de tasas debe fortalecer el financiamiento, sin comprometer la estabilidad financiera. Un nivel bajo de tasas de interés reduce el riesgo de incumplimiento de los préstamos a tasa variable, los cuales son una fracción significativa del crédito otorgado a empresas, y mejora las condiciones de renegociación de los acreditados. De igual forma, incrementa la valuación de los activos mejorando el balance de las instituciones financieras, así como de las garantías de las empresas para adquirir préstamos. Uno de los mensajes del pasado Reporte de Estabilidad Financiera es que una recuperación de la actividad económica y el empleo, contribuyen a disminuir la tasa de incumplimiento de los créditos por lo que en estos momentos el estímulo monetario a la economía es compatible con la estabilidad financiera.

La pausa en el ciclo de baja es inconsistente con el estímulo que exige la recuperación económica. Dado el rezago que tiene la política monetaria, no es adecuado que se tenga la expectativa de que el relajamiento se detendrá por un tiempo, sino por el contrario, que éste va a continuar y que persistirá en el mediano plazo, hasta que la economía muestre una mejoría sostenida. De esta forma, los hogares y empresas pueden mitigar la incertidumbre actual con la permanencia de un menor costo de financiamiento. El pausar el ciclo de relajación monetaria, cuando hay espacio para profundizarlo, es auto limitar el impulso monetario a la actividad económica. Por ello, el continuar con la reducción de las tasas de interés refuerza la señal de nuestro compromiso al respecto.

El punto terminal del ciclo a la baja es dependiente del tiempo en que la actividad económica inicie una respuesta sensible al estímulo monetario. Esto es posible ya que se estima que la inflación se mantenga en trayectoria de convergencia a la meta y que los múltiples riesgos, internos y externos, se encuentran bien evaluados para enfrentarlos de manera eficiente. Por el momento, debemos de aprovechar esta oportunidad para continuar con un estímulo monetario consistente con la estabilidad de precios ya que cualquier desbalance más adelante pudiera limitar nuestro margen de maniobra.

IRENE ESPINOSA CANTELLANO

Desde nuestra última reunión de política monetaria, la economía global ha continuado creciendo, aunque a un menor ritmo y las diferencias entre países se han acentuado. Asimismo, los niveles de producción todavía se encuentran lejos de los registrados previamente a la pandemia.

La materialización de la segunda ola de COVID-19 en Europa y el continuo aumento de contagios en Estados Unidos propiciaron la implementación de nuevas medidas de confinamiento que, a pesar de ser menos estrictas que las aplicadas al inicio de la pandemia, han deteriorado los indicadores de confianza en algunos países. Por ello, diversos analistas han disminuido ligeramente sus pronósticos de crecimiento para el último trimestre de 2020 y el primero de 2021.

Durante las últimas semanas, las noticias favorables en torno a la aprobación de algunas vacunas y el inicio de programas de aplicación en ciertos países han propiciado optimismo en los mercados financieros. No obstante, persiste elevada incertidumbre sobre su implementación. Por ello, el desempeño de la economía mundial seguirá altamente ligado a la evolución de la pandemia.

Asimismo, persisten otros factores de incertidumbre, como las negociaciones en torno a la extensión de los programas de estímulo fiscal en Estados Unidos y en la Unión Europea, los obstáculos en el proceso de *Brexit*, así como el aumento significativo de las deudas gubernamentales y corporativas alrededor del mundo y la posibilidad de una burbuja en las acciones tecnológicas. Así, el balance de riesgos para el crecimiento mundial se mantiene sesgado a la baja.

Por su parte, la inflación ha presentado un comportamiento diferenciado entre países. En las economías avanzadas y algunas emergentes permanece por debajo de las metas de sus respectivos bancos centrales, mientras que en otras, las presiones al alza se mantuvieron ante incrementos en los precios de alimentos y la depreciación de sus divisas.

Ante este entorno, los bancos centrales de países avanzados han mantenido sus posturas monetarias altamente acomodaticias, a la par de amplias facilidades de liquidez. Esta tarde, la Reserva Federal de Estados Unidos reiteró que dejará inalterado el rango de la tasa de fondos federales entre 0 y 0.25 % al tiempo que anunció que continuará comprando mensualmente bonos del Tesoro y activos respaldados por hipotecas, estableció montos mínimos y reiteró que continuará por tiempo indefinido.

Por su parte, el Banco Central Europeo mantuvo sin cambio sus tasas de referencia y anunció una serie de medidas que refuerzan el estímulo monetario, tales como el incremento en 500 mil millones de euros a su Programa de Compra de Activos y su extensión hasta marzo de 2022, así como operaciones adicionales de refinanciamiento de largo plazo ampliando su vigencia hasta junio de 2022.

Derivado de lo anterior, durante las últimas semanas los mercados financieros internacionales han presentado un comportamiento positivo. Los principales índices accionarios presentaron importantes ganancias, incluso algunos de ellos se ubican en máximos históricos. Las tasas de interés de valores gubernamentales registraron movimientos acotados y los diferenciales de bonos corporativos disminuyeron, mientras que el dólar se depreció frente a sus pares.

Por su parte, los activos financieros de economías emergentes también presentaron un desempeño positivo en un entorno de menor volatilidad. Además, se registraron flujos de entrada de capital hacia instrumentos de renta fija y variable. El resultado para este último mercado contrasta con lo observado en meses pasados.

La información disponible sugiere que la economía mexicana continúa recuperándose, si bien a un ritmo moderado, y su nivel de actividad permanece por debajo de los registrados previamente a la pandemia. Ante ello, se anticipa que las amplias condiciones de holgura continúen reduciéndose gradualmente.

Por el lado de la demanda, el sector externo siguió mostrado el mayor dinamismo, como resultado de la expansión de las exportaciones manufactureras, las cuales en octubre se ubicaron por arriba de lo registrado en febrero. El consumo y la inversión han seguido recuperándose, si bien se mantienen por debajo de los registrados antes de la pandemia y se espera que su recuperación sea gradual.

Como resultado de un mayor dinamismo al anticipado en los últimos meses, en la encuesta de expectativas del sector privado del Banco de México del mes de diciembre, el consenso para el pronóstico de crecimiento se mantuvo en -9 % para 2020 y para 2021 aumentó de 3.34 % en noviembre a 3.44 %. En la misma línea, el *staff* ajustó sus proyecciones, de -8.9 a -8.7 % para 2020 y de 3.3 a 3.9 % para 2021.

Por su parte, el mercado laboral se mantiene débil. La tasa de participación permanece por debajo de 58 %, la de subocupación continúa cercana a 15 % y el porcentaje de la población no económicamente activa disponible para trabajar se mantiene alto, en 8.9 %. Además, la tasa de informalidad laboral ha aumentado.

Derivado del incremento mundial en el apetito por riesgo, desde nuestra última reunión los mercados financieros locales presentaron un desempeño positivo y sus condiciones de operación mejoraron. El mercado accionario aumentó 9.73 %, el peso se apreció 1.1 % y la curva de tasas de interés se aplanó.

Asimismo, los indicadores de riesgo soberano han seguido mejorando. En particular, las primas por incumplimiento crediticio hasta tres años se ubican ya en niveles muy cercanos a los registrados hace un año, mientras que las de mayor plazo permanecen moderadamente por arriba.

Los flujos de salida en valores gubernamentales de no residentes se ha frenado, pero el apetito por instrumentos locales sigue siendo bajo. A pesar del repunte observado en el margen en la posición de inversionistas extranjeros, el flujo acumulado de salida durante el año asciende a 18 mil millones de dólares, excluyendo 7 mil millones de dólares de las operaciones extraordinarias de reporto de Pemex, el cual es el mayor registrado al menos desde 2013.

Como he mencionado en otras ocasiones, las finanzas públicas continúan siendo el elemento más vulnerable del marco macroeconómico y algunos indicadores no reflejan adecuadamente los mayores riesgos.

Por ejemplo, el faltante en los ingresos presupuestarios acumulado durante el año continuó ampliándose, tanto por menores ingresos tributarios como petroleros, al tiempo que el subejercicio del gasto también siguió aumentando. La extracción de recursos del FEIP y la operación de reporto realizada por Pemex en noviembre que se contabilizó como ingreso, han permitido que la desviación respecto al programa de los ingresos sea menor que la del gasto y, en consecuencia, que el balance resulte más superavitario de lo programado.

Para 2021 se habrán agotado prácticamente los recursos de fondos estabilizadores, lo que ejercerá mayor presión sobre el gasto programable. En esta situación, el balance fiscal podría deteriorarse, en caso de requerimientos adicionales para capitalizar a Pemex, de materializarse recortes en la calificación soberana, así como de mayores presiones de gasto asociadas a la prolongación de la pandemia.

Por su parte, el financiamiento a empresas y al consumo continúa cayendo por quinto mes consecutivo. Al comparar este indicador con otras economías en las que se han instrumentado programas de estímulo fiscal se observa que este ha aumentado y solo en el caso de México se encuentra en terreno negativo.

Por lo que respecta a la estabilidad financiera, si bien el sistema bancario mantiene un nivel de capital elevado, la prolongación de la emergencia sanitaria y la lenta recuperación de la actividad económica y el empleo pueden deteriorar sus resultados. Por ello resulta fundamental estar atentos al surgimiento de alertas, en particular sobre el deterioro en la cartera crediticia. Al respecto, durante octubre la cartera vencida aumentó, especialmente en el segmento de tarjetas de crédito, debido a la expiración de los criterios contables especiales en septiembre.

Respecto a la inflación, entre octubre y noviembre la general disminuyó de 4.09 a 3.33 %, con lo cual se ubicó dentro del rango de variabilidad previsto para el objetivo de 3 %. Ambos componentes, subyacente y no subyacente, se redujeron de 3.98 a 3.66 % y de 4.42 a 2.33 %, respectivamente.

Al interior de la subyacente, la disminución en los precios de las mercancías no alimenticias refleja los efectos del “Buen Fin”, mientras que los precios de los servicios continuaron su tendencia a la baja. En la no subyacente, las reducciones en los precios de frutas y verduras y de las gasolinas fueron los principales factores que incidieron en la disminución.

En consonancia con el último dato, las expectativas para la inflación general para el cierre de 2020 se ajustaron a la baja, de 3.64 a 3.4 %; mientras que para 2021 se mantuvieron en 3.6 % y en 3.5 %, hacia adelante. Asimismo, las expectativas de inflación y la prima por riesgo inflacionario extraídas de instrumentos de mercado se redujeron en las últimas semanas.

Los pronósticos de inflación del Banco también se ajustaron ligeramente a la baja para los siguientes doce meses debido a una trayectoria esperada más favorable del tipo de cambio y a menores incrementos previstos en los precios de los agropecuarios; no obstante, para el resto del horizonte de pronóstico se ubican en niveles similares.

A pesar del rebrote de contagios, el inicio de los programas de vacunación en algunos países ha propiciado cierto optimismo, lo que se ha reflejado en una mejora sensible en los mercados financieros internacionales. Si bien se mantienen diversos riesgos en el entorno internacional, principalmente asociados a la evolución de la pandemia, la disponibilidad y el despliegue de vacunas, así como la extensión de los programas fiscales en economías avanzadas, la prolongación de estímulos monetarios ha logrado reanimar las valuaciones de los activos financieros.

En el entorno interno, las proyecciones sobre la actividad económica han mejorado, aunque se prevé se mantengan condiciones de holgura amplias y un balance de riesgos sesgado a la baja. Por el lado de la demanda agregada no se visualizan factores que pudieran impulsar la recuperación del consumo y la inversión, los cuales se mantienen en niveles inferiores a los registrados antes de la pandemia. Por el lado de la oferta, la creciente incidencia de casos de COVID-19 anticipa un posible reforzamiento de las medidas de distanciamiento, lo que frenaría el ritmo de la recuperación.

En cuanto a la inflación, ésta se ha visto afectada por la pandemia y su evolución hacia el futuro permanece incierto. Como ya se mencionó, en noviembre la inflación general disminuyó a 3.33 %, el nivel histórico más bajo para ese mes. Ello se explica principalmente por la caída en la subyacente debido al “Buen Fin”, que en esta ocasión tuvo un alcance mayor tanto en duración como en magnitud de las ofertas. Es previsible que sus efectos se desvanezcan rápidamente, como sugieren las primeras observaciones de diciembre, en las que algunos bienes presentan precios incluso por encima de los observados en la segunda quincena de octubre. Ello apunta a que se trata de un evento transitorio y no un cambio de tendencia.

Las proyecciones del *staff* indican, en su escenario central, que el objetivo de inflación de 3 % se alcanzaría en el segundo trimestre de 2022. En mi opinión, la trayectoria del tipo de cambio que subyace, prácticamente constante alrededor de 20 pesos por dólar durante el horizonte de pronóstico, resulta por demás optimista si lo contrastamos con la tendencia histórica de la cotización de la moneda. Por ello, considero que existe el riesgo real de que observemos un escenario de mayor depreciación, lo que necesariamente implicará postergar nuevamente la convergencia de la inflación hacia la meta. En la medida en que el riesgo cambiario persista, considero que debemos mantener el enfoque prudente de política monetaria que hasta ahora hemos empleado para revalorar si existe margen para mayor estímulo.

Con base lo expuesto, en mi opinión resulta necesario extender la pausa en el ciclo de relajación monetaria. Por ello, mi intención de voto es en favor de mantener la tasa de interés interbancaria a un día en 4.25 %. Esta decisión nos permitirá evaluar con base en información adicional el margen con que cuente la política monetaria y reforzará la credibilidad en el compromiso de la Institución con su mandato prioritario.

Es importante mencionar que incluso sin reducciones adicionales de la tasa de referencia se prevé que la postura monetaria se volvería más acomodaticia: la tasa de interés real *ex ante* disminuiría de 0.88 a 0.68 % durante el cuarto trimestre de 2020 y de 0.23 a 0.10 % durante el cuarto trimestre de 2021.

Además, extender la pausa monetaria permitiría confirmar si la inflación, principalmente la subyacente, ha iniciado una tendencia decreciente o si el dato de noviembre fue atípico. No debemos olvidar que el balance de riesgos para la inflación permanece incierto, y que la resistencia de la subyacente a disminuir ha estado presente por un largo periodo, por lo que es prudente no adelantar conclusiones que podrían resultar contraproducentes.

Asimismo, a pesar de la reciente evolución favorable de los mercados financieros, persisten riesgos elevados por lo que no pueden descartarse nuevos episodios de volatilidad.

En particular, los riesgos internos han cobrado mayor relevancia. La reciente aprobación en el Senado de la iniciativa para modificar la Ley del Banco de México en materia de compra de divisas en efectivo constituye una amenaza a la autonomía de este Instituto Central y tendría implicaciones inmediatas para su operación y la del sistema financiero en su conjunto. Resulta positivo que la Cámara de Diputados haya decidido posponer la discusión del dictamen. Ello ha abierto un espacio para un diálogo técnico que permita una deliberación más completa e incluyente. Confío en que en esta etapa habrá mayor apertura para escuchar los análisis y propuestas que el Banco de México y otros actores presentarán para identificar las mejores alternativas para atender la problemática planteada. No obstante, en tanto dicho dictamen se encuentre en el proceso legislativo persisten riesgos con implicaciones negativas sobre la autonomía y operación de este Banco Central.

Al respecto, la comunidad financiera nacional e internacional han alertado sobre los riesgos e implicaciones de aprobar la iniciativa. En particular, entre las agencias calificadoras que se han pronunciado destaca Moody's, que señaló explícitamente que "la aprobación en sus términos actuales tendría un impacto negativo en la calificación crediticia soberana por vulnerar la autonomía del Banco Central". Asimismo, puntualizó que "comprometer la autonomía del Banco Central debilitaría la piedra angular de la estabilidad macroeconómica del país y principal fortaleza de su perfil de crédito". Sin duda se trata de un riesgo sin precedente para el Banco y para el sistema financiero nacional.

Aunado a ello, el debilitamiento de las finanzas públicas, la frágil situación de Pemex y el deterioro en el ambiente de negocios refuerzan las preocupaciones sobre el riesgo país. Asimismo, el proceso electoral de 2021 también podría generar volatilidad. Todos estos factores podrían ejercer presiones sobre el tipo cambio y, en consecuencia, imponer mayor estrés a la postura monetaria, lo que refuerza la necesidad de un enfoque prudente.

Finalmente, considero fundamental que el comunicado de política monetaria transmita claramente que con la presente decisión la Junta de Gobierno busca garantizar la trayectoria descendente de la inflación hacia la meta en el horizonte en el que opera la política monetaria, y que la conducción prudente y responsable de esta es la mejor forma de ratificar nuestro compromiso con la estabilidad de precios.

JAVIER EDUARDO GUZMÁN CALAFELL

Las estimaciones más recientes siguen apuntando a una pérdida de dinamismo de la actividad económica mundial durante el cuarto trimestre de 2020. En virtud del patrón geográfico de la nueva oleada de contagios de COVID-19, la desaceleración se concentra de manera importante en las economías avanzadas, destacando el caso de los países de Europa occidental, para los que en su conjunto se anticipa una contracción secuencial del PIB, la segunda de este año, en dicho periodo.

Es de esperar que lo anterior incida de manera negativa en el desempeño tanto de la oferta como de la demanda agregada globales, con efectos más allá de los estrictamente contemporáneos. De esta manera, la evolución de la pandemia sigue siendo la principal fuente de riesgos, con un sesgo a la baja, para la trayectoria de la economía mundial en los próximos trimestres.

Es importante señalar que, además de los inherentes al virus mismo, dichos riesgos incluyen también los relacionados con la vacuna para combatirlo. Si bien se anticipa que en el corto plazo un mayor número de variantes culminen sus etapas de prueba con resultados favorables, los retos en cuanto a su producción, distribución y aplicación persisten, al tiempo que no es aún posible disipar dudas sobre su efectividad, ni descartar potenciales errores en su implementación.

Los anuncios y decisiones recientes de diversas autoridades han contribuido a disminuir la percepción de riesgos derivados de un retiro prematuro de las medidas de apoyo implementadas a raíz de la pandemia. En el ámbito monetario, se cuenta con el refrendo de los principales bancos centrales de su intención de mantener tasas de interés bajas por un periodo prolongado que, en conjunto con la extensión reciente en algunos de ellos de sus programas de expansión cuantitativa y provisión de crédito, contribuirán a mantener condiciones financieras globales relajadas. Asimismo, en algunas jurisdicciones se ha anunciado la aprobación de paquetes fiscales, mientras que en otras en las que aún se discuten, destacando por su relevancia el caso de Estados Unidos, se ha fortalecido la expectativa de una aprobación próxima.

Así, en vista de los desarrollos recientes en torno a las vacunas y al despliegue de medidas de apoyo a la actividad económica, se ha observado un entorno de menor aversión al riesgo en los mercados financieros internacionales, con implicaciones favorables para activos considerados menos seguros, incluidos los de economías emergentes. Así, este conjunto de países registró en las últimas semanas flujos de entrada de capital, que han incidido de manera positiva en la cotización de sus monedas, sus índices bursátiles y sus tasas de interés.

No obstante lo anterior, es importante mencionar que, además de los ya señalados, persisten otros riesgos cuya materialización puede dar lugar al resurgimiento de un ambiente de nerviosismo en los mercados, con efectos potenciales de consideración para las economías emergentes. Entre estos, cabe destacar que, aunque las expectativas parecen favorables en ambos casos, las negociaciones tanto del paquete de estímulo fiscal en Estados Unidos, como de la relación comercial que a partir del próximo año lleven el Reino Unido y la Unión Europea, siguen en proceso, por lo que escenarios adversos en estos frentes, en conjunto con complicaciones de naturaleza idiosincrásica en algunas economías emergentes, no pueden descartarse.

Como era de esperarse, dado el fuerte repunte observado en el periodo julio-septiembre, los indicadores oportunos, entre ellos el índice semanal de actividad económica, apuntan a un debilitamiento del ritmo de recuperación de la economía mexicana hacia finales de 2020.

Sin embargo, es difícil hacer una evaluación precisa del comportamiento de la actividad durante el cuarto trimestre, debido a la poca información disponible, y a la persistencia de elevados niveles de incertidumbre en virtud del agudizamiento de los problemas derivados de la pandemia y sus posibles implicaciones.

Existen algunas sorpresas positivas, entre ellas para el comportamiento de la producción industrial, en octubre. En congruencia con lo anterior, en ese mes tanto las automotrices como el resto de las exportaciones de manufacturas se ubicaron por encima de los niveles registrados en el mismo mes del año previo. No obstante, la trayectoria del consumo y la inversión, por el lado de la demanda, y del sector de servicios y la construcción, por el de la oferta, sigue siendo muy débil.

El inicio de la recuperación económica desde finales del segundo trimestre ha tenido como contrapartida cierta mejora del mercado laboral. Sin embargo, el único segmento de este mercado que registra tasas de ocupación similares a las observadas antes de la pandemia es el informal. En octubre, el nivel del empleo

formal era todavía 1.4 millones de personas inferior al registrado en marzo, y la población no económicamente activa disponible para trabajar 3 millones más alta. Considerada en su conjunto, la población desocupada, subocupada o disponible para trabajar era en ese mes más de 60 % superior a la observada en el mismo periodo del año previo.

Después de la fuerte contracción prevista para este año, la economía debería registrar tasas de crecimiento positivas, si bien moderadas, en 2021 y en 2022. Tanto la recuperación de la economía mundial, particularmente la estadounidense, como una mejora de la situación sanitaria, serían factores clave de esta trayectoria. No obstante, la incertidumbre para este escenario sigue siendo muy elevada.

La etapa de vacunación se extenderá por un periodo relativamente largo, sujeto además a riesgos, por lo que es difícil anticipar un repunte rápido del consumo y la inversión. La situación se complica por un entorno externo complejo, y por los obstáculos que pueden enfrentar en los próximos meses los ingresos de remesas del exterior, principal soporte del consumo privado en la actual coyuntura; por la persistencia de un entorno de políticas públicas adverso para la inversión privada, y por la ausencia de medidas de apoyo a la demanda por el lado fiscal.

La evolución de la actividad económica en el largo plazo es también preocupante. El comportamiento de la inversión y la productividad total de los factores antes de la pandemia, y el efecto sobre estas de la crisis sanitaria, indudablemente afectarán el crecimiento potencial. Es difícil hacer una estimación de esta variable en el margen, pero cabe señalar como un valor indicativo que la mediana de los cálculos de los analistas encuestados por el Banco de México, ha ubicado recientemente el crecimiento anual medio de la economía en el periodo 2021-2030 entre 1.9 y 2 %. En ausencia de acciones decididas para impulsar la inversión privada y la productividad, el crecimiento potencial de la economía seguramente registrará cifras menores.

La tasa de inflación general disminuyó de manera importante en noviembre, a 3.33 %, como resultado de la evolución del componente no subyacente y, en menor medida, del subyacente. Es importante destacar que no obstante esta reducción, la inflación subyacente se ubicó en 3.66 %, es decir, por encima de la meta de 3 % establecida para la inflación general y no muy lejos de su promedio desde abril de 2018.

Es importante tener presente que las cifras de inflación para noviembre están distorsionadas por el efecto de los descuentos de precios otorgados bajo el llamado “Buen Fin”, que en esta ocasión se extendió por dos semanas, a diferencia de años anteriores en los que su aplicación se limitó a un fin de semana. De esta forma, la pregunta crucial es cuál será el comportamiento de los precios con posterioridad a la vigencia de este programa.

Al respecto, el cambio en precios respecto a la segunda quincena de octubre de las mercancías no alimenticias que salieron de oferta en la segunda quincena de noviembre, muestra en casi 80 % de los casos ya sea un regreso al precio original o, inclusive, un incremento respecto a este. Además, las cifras oportunas para diciembre arrojan niveles de inflación subyacente parecidos a los observados antes del “Buen Fin”.

La información derivada de encuestas entre los analistas del sector privado lleva a la misma conclusión. En tanto que las expectativas para las inflaciones general y subyacente para 2020 se ajustaron a la baja en noviembre, aquellas para 2021 se mantuvieron relativamente estables por encima de la meta.

El desempeño de la inflación en los próximos meses continuará siendo influido por los efectos de oferta y demanda derivados de la pandemia, y el comportamiento del tipo de cambio, entre otros factores. El escenario central es de una convergencia de la inflación a la meta en 2022, esto es, durante el periodo de influencia de la política monetaria.

Si bien este escenario está sujeto a riesgos en ambas direcciones, en mi opinión el balance presenta un sesgo al alza. Me preocupan en particular dos factores.

El primero se deriva del comportamiento del tipo de cambio. La trayectoria antes descrita implica una evolución relativamente estable de esta variable en niveles similares a los actuales durante el periodo considerado. Lo anterior podría resultar inviable dado que la cotización del peso se puede ver presionada por una variedad de factores, incluyendo un deterioro del problema sanitario, los retos que enfrentan las finanzas públicas, la evolución de la calificación soberana, el importante episodio electoral que tendrá lugar en 2021, la elevada liquidez del peso en los mercados internacionales en un entorno externo muy volátil y, por supuesto, la reciente propuesta de reformas a la Ley del Banco de México.

El segundo se vincula con los costos laborales. A mi juicio, en virtud de las señales que se han enviado recientemente, el ajuste al salario mínimo puede ser de una magnitud que complique la convergencia de la inflación a la meta en el lapso antes mencionado.

Los mercados financieros en México han mostrado un comportamiento positivo en las últimas semanas, caracterizado por una apreciación del tipo de cambio, una caída de las tasas de interés de largo plazo y un aumento de los índices accionarios. No obstante, las condiciones de operación, si bien mejores, no han regresado a la situación que se observaba antes de la pandemia, observándose además episodios de volatilidad, como los registrados por el tipo de cambio del peso durante las recientes discusiones de la reforma a la Ley del Banco de México.

La evolución del crédito bancario sigue siendo motivo de preocupación. Este continúa mostrando una contracción en términos reales, que contrasta con lo observado en otras economías, tanto avanzadas como emergentes. El otorgamiento de garantías del sector público al crédito bancario pareciera ser uno de los factores explicativos más importantes de esta divergencia.

Es preocupante también, por sus implicaciones para las finanzas públicas y los mercados financieros, la situación de Pemex. La caída de las ventas de la empresa, además de deteriorar su balance financiero, ha forzado un incremento de adeudos con proveedores y una contracción del gasto en inversión. Este último acumula a lo largo de este año un importante subejercicio, lo que seguramente repercutirá en la producción de crudo, en circunstancias en las que esta muestra ya cifras por debajo de las anticipadas. El costo de la cobertura contra el riesgo de un incumplimiento de pagos de Pemex, superior al de otras petroleras con una calificación crediticia similar, es indicativo de la percepción de los mercados de los riesgos derivados de la situación financiera de la empresa.

La decisión de la mayoría de los integrantes de la Junta de Gobierno de hacer una pausa durante la reunión de política monetaria del mes pasado, tenía por objetivo abrir un espacio para contar con una mayor claridad sobre la trayectoria futura de la inflación. La pregunta relevante para esta decisión, por tanto, es si el tiempo transcurrido desde entonces ha sido suficiente para lograr ese objetivo. A mi juicio, la respuesta es negativa por las siguientes razones.

Primero, no existen indicios de una disminución de las presiones inflacionarias. Por el contrario, la evidencia sugiere que el efecto del “Buen Fin” en la inflación fue transitorio y que la inflación subyacente cerrará el año en niveles de alrededor de 4 %, por encima de las proyecciones derivadas del más reciente Informe Trimestral.

Segundo, los riesgos al alza para la inflación se han acentuado desde la última decisión de política monetaria. El más importante entre ellos se deriva de la propuesta de reforma a la Ley del Banco de México, que obligaría a la Institución a comprar divisas en efectivo a la banca comercial. Como se ha señalado repetidamente por el Banco Central y representantes de una variedad de sectores, tanto en México como en el extranjero, esta propuesta podría contaminar el balance del Banco con recursos de procedencia ilícita, pondría en riesgo las reservas internacionales y el acceso a diversas fuentes de financiamiento externo, violaría la autonomía del Banco de México, y se podría convertir en una fuente de inestabilidad macroeconómica y financiera, y afectar la calificación soberana del país. Si bien la reciente decisión de abrir un espacio para el diálogo es bienvenida, los riesgos antes señalados estarán presentes mientras no se

cierre la puerta a esta iniciativa. La experiencia reciente ilustra las potenciales repercusiones sobre el tipo de cambio y los ejercicios llevados a cabo en el Banco Central muestran que aún depreciaciones cambiarias moderadas pueden desviar de manera importante a la inflación de la meta. En mi opinión, el mensaje derivado de un relajamiento monetario en la víspera de una decisión con todas las implicaciones señaladas sería contradictorio con la argumentación del Banco Central al respecto y, por tanto, inconveniente para la Institución. A lo anterior, cabe agregar las potenciales repercusiones de un ajuste al salario mínimo como el que las autoridades han sugerido recientemente.

Tercero, no obstante la reciente mejora del sentimiento en los mercados financieros internacionales, persiste la preocupación tanto por el potencial de nuevos episodios de volatilidad a nivel global, como por diversos factores idiosincrásicos, incluyendo los desafíos que enfrentan las finanzas públicas, entre otros motivos por la posible necesidad de apoyo adicional a Pemex, cuya situación financiera continúa deteriorándose.

Cuarto, la fecha de convergencia de la inflación a la meta se ha venido posponiendo y tanto las expectativas de inflación de analistas, como su incompatibilidad con los ajustes que muchos de ellos anticipan para la tasa de referencia, subrayan los retos de credibilidad que enfrenta el Banco Central.

La actual situación de incertidumbre impide proporcionar guías precisas sobre la trayectoria futura de la tasa de referencia. De hecho, mensajes de esta naturaleza, u otros que den la impresión de que la política monetaria se está enfocando en objetivos distintos de la inflación, como por ejemplo a estimular el crecimiento económico, abonarían a crear confusión en los mercados y a acentuar los retos de credibilidad antes descritos.

Por tanto, en mi opinión, bajo las actuales circunstancias es indispensable señalar con claridad que la política monetaria se implementará de manera prudente, con pragmatismo y flexibilidad, con base en la información de la que se disponga en cada reunión y con el objetivo de lograr la convergencia de la inflación a la meta durante el periodo de influencia de la política monetaria.

Con base en estas reflexiones, mi voto es a favor de mantener el objetivo para la Tasa de Interés Interbancaria a un día en su nivel actual de 4.25 %.

ALEJANDRO DÍAZ DE LEÓN CARRILLO

La pandemia ha propiciado una profunda contracción económica mundial en el presente año. Después de una marcada contracción en el segundo trimestre su recuperación ha presentado un ritmo marcadamente heterogéneo entre países, y el nivel de actividad económica se encuentra en niveles claramente inferiores a los registrados antes de la pandemia. Las diferencias en la fase de recuperación están asociadas, principalmente, a la severidad de los contagios y a la intensidad y extensión de los programas de apoyo.

Las economías con apoyos significativos al empleo y al gasto de hogares y empresas han presentado las mayores recuperaciones, tanto en el consumo como en la inversión. El aumento del contagio en algunas de estas economías y la proximidad del fin de diversos apoyos fiscales son un factor de riesgo para la recuperación global. Por otro lado, los avances de empresas farmacéuticas en el desarrollo de vacunas y el inicio de la fase de vacunación en el Reino Unido y en Estados Unidos son un factor que podría contribuir a acelerar la confianza de los consumidores y apoyar la recuperación.

Los factores de riesgo anteriores dan como resultado un entorno incierto para la recuperación económica, con mejores perspectivas en un horizonte de mediano plazo. Este entorno sugiere que se mantendrán o inclusive que aumentarán los estímulos monetarios y fiscales. Esta combinación de factores ha dado soporte a la toma de riesgos en los mercados financieros globales y a los índices accionarios en las principales economías avanzadas, que en Estados Unidos han alcanzado sus niveles máximos. En términos generales, este entorno ha sido más propicio para los activos de economías emergentes, si bien con ciertos episodios

de volatilidad. Esto ha propiciado mayores flujos a dichas economías, si bien aún se registran importantes contracciones en los flujos acumulados en el año.

Los importantes choques de oferta y de demanda asociados a la pandemia han tenido efectos considerables en la inflación a nivel mundial. En particular, marcados altibajos en los precios de los energéticos en respuesta a los cambios en las perspectivas de recuperación económica y una importante recomposición de precios relativos, con aumentos en las variaciones de precios de algunas mercancías, especialmente los alimentos, y reducciones en las de los servicios, principalmente en los que se prestan de manera presencial.

En las economías avanzadas y en un amplio número de emergentes las presiones a la baja en la inflación han sido mayores que las presiones al alza, propiciando reducciones en la inflación general y subyacente, ubicándola en niveles inferiores a sus metas. Estos efectos han tenido una marcada heterogeneidad entre países.

En Estados Unidos se han registrado elevadas variaciones anuales en los alimentos, así como una importante reducción en la inflación de los servicios. En la zona euro los aumentos en los alimentos han sido menores y de menor duración, lo cual aunado a la marcada debilidad en los precios de los servicios han resultado en una importante reducción, alcanzando niveles cercanos a cero para la inflación general y la subyacente. En el caso de Japón, tanto la inflación general como la subyacente son marcadamente negativas.

Los bancos centrales de las principales economías avanzadas consideran que persistirá la debilidad de la demanda y que la inflación general y subyacente se mantendrá en niveles bajos e inferiores a sus metas por un tiempo prolongado. Por ello, mantienen tasas de política monetaria en niveles cercanos a cero y algunos de ellos han reforzado las medidas para estimular la demanda agregada y evitar un entorno deflacionario.

La Reserva Federal anunció que esperan mantener sin cambio el rango para la tasa de interés objetivo de fondos federales entre 0 y 0.25 % hasta que el empleo alcance sus niveles máximo, la inflación se haya incrementado a 2 % y se mantenga en camino a superar moderadamente 2 % por cierto tiempo. Ello confirma que tardarían más que en el pasado en aumentar las tasas de interés.

Considerando los choques de oferta, de demanda y financiero asociados a la pandemia, la política monetaria debe contribuir a mantener una inflación baja y alrededor de su meta, propiciar un adecuado funcionamiento de los mercados financieros, estabilidad en el sistema financiero y contribuir a una recuperación económica sostenida. En ello, no sólo el comportamiento de las tasas de interés de corto plazo son importantes, sino el de toda la curva de rendimientos, ya que los componentes de la demanda agregada responden a los diferentes segmentos de dicha curva de rendimientos. Un ajuste ordenado a la baja de la curva de rendimientos contribuye a una mejor respuesta de la demanda agregada y del sistema financiero.

Al respecto, especialmente en las economías emergentes, las tasas de interés de mediano y largo plazo incluyen diversas primas de riesgo. Por lo que toca a la política monetaria, es necesario mantener una inflación baja y estable para reducir las primas de riesgo inflacionario a lo largo de la curva de rendimientos.

En las economías emergentes pequeñas y abiertas, que necesitan complementar su ahorro interno con fuentes externas de financiamiento, es aún más importante mantener un entorno macroeconómico estable, tanto para atraer y retener capital, como para contar con las condiciones financieras necesarias para un ajuste ordenado en la economía. Ante las afectaciones por la pandemia son claras las ventajas de tener un ajuste sostenible a la baja de toda la curva de rendimientos.

Las tasas de interés de corto y largo plazos en México han tenido un ajuste considerable a la baja en lo que va del año. Al respecto, destacan otras economías emergentes que si bien cuentan con tasas de interés de corto plazo menores, han registrado presiones en las tasas de interés de largo plazo.

Las afectaciones derivadas de la pandemia ha complicado el mantener primas de riesgo bajas y estables en las economías emergentes, ya que se han combinado, una profunda contracción económica, reducción de ingresos públicos, crecientes presiones de gasto y salidas de capital.

Ante el complejo entorno que enfrentamos, es necesario contar con una postura macroeconómica sólida y sostenible, que contribuya a un ajuste ordenado en los mercados financieros nacionales y en la economía. Ello en un marco que mantenga la sostenibilidad de las finanzas públicas, una inflación baja y estable y un sistema financiero sólido y bien capitalizado.

Por todo lo anterior, es necesario evitar acciones o decisiones que puedan poner en riesgo a la estabilidad y la fortaleza macroeconómica. En particular, es necesario preservar la autonomía del Banco de México en relación a todas las operaciones activas y pasivas que realiza y no poner en riesgo la plena disponibilidad de las reservas internacionales.

Esto en relación al proyecto de decreto por el que se reforman y adicionan diversas disposiciones de la Ley del Banco de México en materia de captación de divisas, aprobado por el Senado de la República y en proceso de análisis en la Cámara de Diputados. Al respecto, el Banco de México ha señalado su coincidencia con los beneficios que busca el proyecto de decreto para reforzar y mejorar el circuito de moneda extranjera en efectivo que ingresa a nuestro país por actividades legítimas y que traen principalmente algunos migrantes mexicanos y turistas extranjeros. No obstante, todos los esfuerzos en esta materia deben preservar la autonomía constitucional conferida al Banco de México, salvaguardar la integridad del sistema financiero, y no poner en riesgo la operación del Banco Central y la disponibilidad de la reserva de activos internacionales.

Si las acciones que se adopten en esta materia atienden los objetivos anteriores, se evitaría introducir un factor de incertidumbre considerable e innecesario en el ejercicio de las funciones del Banco de México y en el de todo el sistema financiero y que tendría impactos imprevisibles y afectaciones significativas en la fortaleza institucional del Banco Central y aumentos en las primas de riesgo nacionales.

En este sentido, y advirtiendo la importancia de dicho proyecto de decreto, el Banco de México ha señalado que da la bienvenida al espacio de reflexión otorgado por el Congreso de la Unión, a fin de contribuir en el proceso de análisis para encontrar las mejores alternativas de solución a la problemática y retos planteados. Este factor persiste como un importante riesgo de corto plazo, con efectos imprevisibles en la fortaleza del marco macroeconómico y en las primas de riesgo nacionales.

En cuanto a la actividad económica en México, después de registrar una marcada contracción en el segundo trimestre del año de -18.7 %, año a año, ajustado por estacionalidad, la recuperación se ha presentado en dos etapas. La inicial, con una recuperación significativa en el tercero de -8.6 %, año a año, ajustado por estacionalidad, en la que destacan aquellos sectores en los que se pudo reanudar la actividad productiva. Hacia finales del tercer trimestre y con base en la información disponible del cuarto, se aprecia una recuperación a un ritmo más moderado y que dependerá de la fortaleza de la demanda interna y externa, y de las condiciones que prevalezcan en los sectores con las afectaciones más persistentes.

Después de que la producción industrial presentó en mayo una caída de 29.4 % anual, ajustado por estacionalidad, esta se ha venido recuperando y en octubre registró una contracción anual de 3.1 %, ajustado por estacionalidad. Al interior, las manufacturas registraron una caída anual de 35.3 % en abril y para octubre la contracción a tasa anual era de 1 %, ajustado por estacionalidad, y se ubicaba en niveles cercanos a los previos a la pandemia. En contraste, la construcción resiente en mayor medida los efectos de la pandemia, en octubre registró una contracción anual de 9.7 %, ajustado por estacionalidad. Los servicios han mostrado un comportamiento diferenciado, donde los que se prestan de manera presencial han mostrado afectaciones muy persistentes. Entre ellos destacan, los servicios de alojamiento y

preparación de alimentos, los de esparcimiento y los de transportación e información, con contracciones anuales en septiembre de 43.9, 19.3 y 16 %, respectivamente, ajustados por estacionalidad.

Por el lado de la demanda interna, la pandemia ha afectado significativamente al consumo y a la inversión. El consumo privado en septiembre aún mantenía una importante contracción anual de -11.4 %, ajustado por estacionalidad, y las importaciones no petroleras de bienes de consumo registraron una contracción anual de 29.3 % en octubre, ajustado por estacionalidad. La inversión, que presentaba una clara debilidad previa a la pandemia, ha presentado una importante contracción de 18 % anual, ajustado por estacionalidad, en septiembre. El componente de la demanda agregada que más ha contribuido a la recuperación económica son las exportaciones, especialmente las manufactureras, que en octubre rebasaron el nivel previo a la pandemia.

En cuanto a las cuentas externas, la ágil recuperación de las exportaciones y la marcada debilidad en las importaciones han propiciado un significativo superávit en la balanza comercial. También destacan por su fortaleza los ingresos por remesas, que de enero a octubre acumulan 33 564 millones de dólares.

Después de que entre febrero y abril la ocupación formal e informal se redujo en 12.5 millones de personas esta se ha venido recuperando y entre mayo y octubre aumentó en 9.7 millones.

La importante contracción económica y los diferentes escenarios de recuperación muestran que se mantendrá una importante holgura en la economía en el horizonte de pronóstico.

La actividad económica se mantiene sujeta a importantes riesgos, entre los que destacan que se mantengan o se recrudezcan las afectaciones de la pandemia en la producción de bienes y servicios y en los ingresos de empresas y hogares; volatilidad en los mercados financieros, ya sea por reducciones en el apetito por riesgo global o por factores idiosincráticos; mayores problemas de solvencia en hogares y empresas; menores ingresos públicos que afecten las perspectivas de riesgo soberano y las condiciones de acceso a los mercados financieros, y tensiones comerciales, conflictos sociales o geopolíticos.

La política monetaria y la conducción de otras políticas públicas siguen enfrentado los retos asociados a la pandemia, con una importante contracción en la oferta y la demanda que han resultado en una significativa caída en la actividad económica y efectos encontrados en la inflación. Además, la incertidumbre que ha prevalecido en los mercados financieros globales, si bien mitigada por los programas de apoyo en las principales economías avanzadas, mantiene un apetito por riesgo frágil y propenso a salidas de capital en las economías emergentes. Por ello, se requiere una estrategia macroeconómica firme que genere confianza, que procure un ajuste ordenado de la economía nacional ante los choques descritos y que propicie el buen funcionamiento de los mercados financieros nacionales y del sistema financiero.

La inflación general y subyacente han resentido los efectos de la pandemia, de mayo a octubre se incrementaron hasta registrar una variación anual de 4.09 y 3.98 %, respectivamente. En noviembre la inflación general se redujo a 3.33 % y la subyacente a 3.66 %. Un elemento de gran importancia es identificar si esta reducción es predominantemente transitoria o si bien tendrá mayor persistencia en el proceso inflacionario. Al respecto, en noviembre el componente no subyacente tuvo una reducción significativa, de 4.42 a 2.33 %, este componente de la inflación suele ser el más volátil y en esta ocasión reflejó la reducción en la variación anual de los energéticos, que inclusive fue negativa, y la desaceleración de las correspondientes a las frutas y verduras.

Por lo que se refiere a la inflación subyacente, esta mostró una reducción considerable, reflejando principalmente la mayor extensión e intensidad de las ofertas asociadas al programa el “Buen Fin” en las mercancías no alimenticias, que pasaron de una variación anual de 3.85 % en octubre a 3.06 % en noviembre. En esta reducción podrían estar influyendo varios factores, por un lado, la marcada debilidad de la demanda, que podría propiciar disminuciones de precios más persistentes y, por otro, las afectaciones

por el lado de la oferta y la recomposición del gasto hacia las mercancías, lo que las presionaría al alza al terminar el periodo de ofertas.

Al respecto, algunos indicadores oportunos para la primera quincena de diciembre muestran un aumento anual en las mercancías no alimenticias que pasa de 3.06 % en noviembre a niveles que rebasan 4 %. Adicionalmente, las mercancías alimenticias, bebidas y tabaco se mantienen en niveles elevados y ligeramente inferiores a 7 %. Esto podría presionar a la inflación subyacente en la primera quincena de diciembre, la cual se podría ubicar en niveles cercanos a los registrados en octubre.

Estos ajustes podrían reflejar que hacia finales del año se habían acumulado algunas presiones asociadas a los choques de oferta por las afectaciones de la pandemia y que no habían sido contrarrestadas por la debilidad de la demanda. Esto podría estar asociado a la recomposición del gasto de los hogares que se ha acentuado por la pandemia, aumentando el gasto que asignan a las mercancías y reduciendo el de los servicios. Lo anterior se confirma al identificar que la variación anual de las mercancías es muy superior a la de los servicios.

Un comportamiento de la inflación como el descrito no corresponde al que usualmente se presenta en la parte baja del ciclo económico, en la que suelen verse afectados todos los rubros del gasto. En esta ocasión, por la naturaleza propia de la pandemia y por las acciones de distanciamiento social, los hogares han concentrado significativamente su gasto en las mercancías y han reducido sensiblemente el de los servicios, especialmente los que se prestan presencialmente. Esto introduce elementos de incertidumbre adicionales al proceso inflacionario que es necesario identificar adecuadamente.

La actualización del ejercicio de pronóstico para la inflación general y subyacente apunta a que en el corto plazo se seguirán resintiendo las presiones de los factores que las han afectado y que en el horizonte de 12 a 24 meses se ubiquen alrededor de 3 %. Este escenario considera el gradual desvanecimiento de las presiones de oferta y mayores efectos de la holgura en la economía sobre la inflación general y subyacente en el horizonte de pronóstico.

Al respecto, persisten importantes factores de riesgo para la inflación. A la baja, un efecto mayor al esperado por la brecha negativa del producto, mayores medidas de distanciamiento social o persistencia en las reducciones de precios del “Buen Fin”; menores presiones inflacionarias globales, y apreciación cambiaria. Al alza, presiones en la inflación subyacente por la recomposición del gasto hacia las mercancías; episodios de depreciación cambiaria, y diversas presiones de costos para las empresas.

Cabe destacar que por los choques sin precedentes que han afectado a la economía este año y considerando los significativos efectos encontrados que han tenido sobre la inflación, así como su comportamiento reciente, el balance de riesgos alrededor de su trayectoria esperada se mantiene incierto.

Considerando todo lo anterior, mi voto es a favor de mantener el objetivo para la Tasa de Interés Interbancaria a un día en 4.25 %. Considero que esta pausa permitirá identificar de mejor manera los retos y las disyuntivas que enfrenta la política monetaria, en un entorno en el que la inflación general y subyacente se han visto presionadas por factores encontrados y ha mostrado una volatilidad considerable en sus registros más recientes, ello a pesar de la marcada debilidad de la actividad económica. Adicionalmente, dicho espacio permitirá tener mayor claridad sobre otros importantes factores de riesgo que están afectando a la economía mexicana.

Adicionalmente, dicha pausa contribuirá a consolidar una trayectoria decreciente para la inflación general y subyacente hacia la meta de 3 %. Hacia delante, la conducción de la política monetaria deberá incorporar toda la información disponible, particularmente sobre la evolución de los factores que inciden en la inflación general y subyacente, en sus trayectorias previstas en el horizonte de pronóstico y en sus expectativas.

BANCO DE MÉXICO

Documento publicado el 17 de diciembre de 2023

www.banxico.org.mx