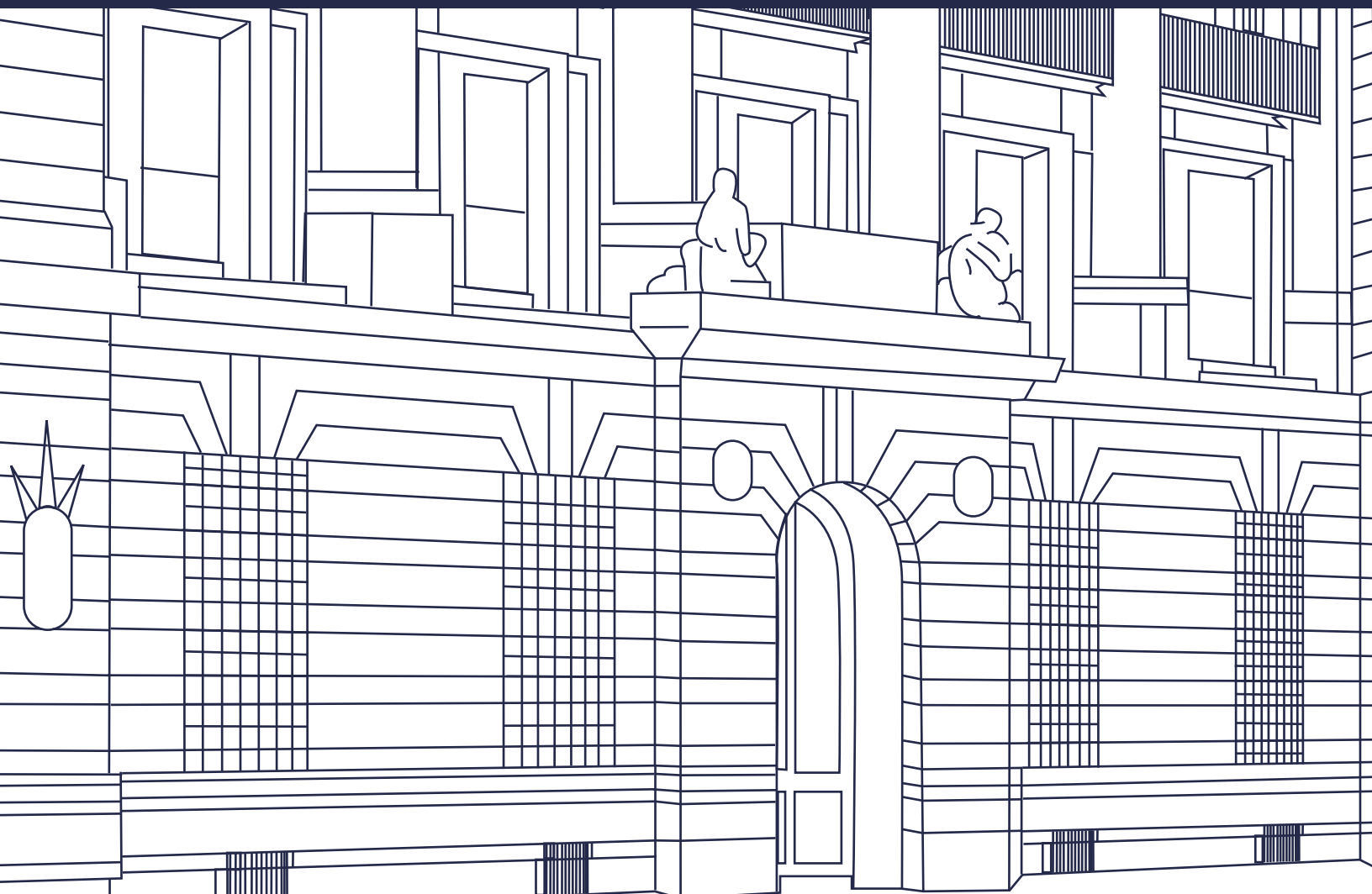




BANCO DE MÉXICO®

Minuta número 76

Reunión de la Junta de Gobierno del Banco de México, con motivo de la
decisión de política monetaria anunciada el 14 de mayo de 2020



1. LUGAR, FECHA Y ASISTENTES

1.1 Lugar: Reunión celebrada por enlaces virtuales.

1.2. Fecha de la sesión de la Junta de Gobierno: 13 de mayo de 2020.

1.3. 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.

Se hace constar que en fechas anteriores a la celebración de esta sesión, se desarrollaron trabajos preliminares en los que se analizó el entorno económico y financiero, así como la evolución de la inflación, sus determinantes y perspectivas (ver anexo).

2. ANÁLISIS Y MOTIVACIÓN DE LOS VOTOS DE LOS MIEMBROS DE LA JUNTA DE GOBIERNO

Entorno Externo

Todos mencionaron que la pandemia del COVID-19 y las medidas adoptadas para evitar su propagación han afectado considerablemente a la actividad económica mundial. En este contexto, **algunos** notaron que la confianza de los agentes económicos disminuyó. **Uno** argumentó que a lo anterior contribuyó la disrupción de las cadenas productivas globales y la caída del consumo e inversión. **Otro** comentó que los paros en la producción afectan más a las economías más abiertas e integradas a las cadenas globales de valor, debido a que las distintas fases de la pandemia dificultan la sincronización de la producción, y a regiones dependientes del turismo. Mencionó que la demanda externa que enfrentan las economías se ha visto afectada por ello, mientras que la interna ha resentido los menores ingresos de hogares y empresas lo que, aunado a las acciones de confinamiento, ha reducido el gasto. Añadió que todo lo anterior está conduciendo a una significativa caída en el empleo, lo que ampliará la contracción económica.

La mayoría indicó que la información disponible del primer trimestre comenzó a evidenciar

afectaciones económicas de gran magnitud. Algunos destacaron las fuertes contracciones en la actividad económica de la zona del euro y de Estados Unidos. **Uno** resaltó que el dato más preocupante es la tasa de desempleo en esta última economía, que superó 14% en abril. Detalló que si bien la producción industrial en China disminuyó en febrero, mostró cierta recuperación en marzo.

La mayoría señaló que el entorno descrito ha dado lugar a revisiones a la baja sin precedente en las últimas décadas, en las expectativas económicas, las cuales incorporan una fuerte contracción en 2020. Algunos notaron que para el segundo trimestre se espera la contracción más pronunciada del PIB global en este episodio. **Algunos** mencionaron que se proyectan caídas no vistas desde la Gran Depresión. **Uno** resaltó la gran magnitud de las revisiones y lo súbito de la afectación económica.

La mayoría destacó que se espera una recuperación durante el segundo semestre de 2020, que se extendería al próximo año. Sin embargo, enfatizó que lo anterior se encuentra sujeto a riesgos considerables, tales como: i) la incertidumbre sobre la duración y severidad de los efectos de las medidas de confinamiento, ii) el tiempo que tomará la normalización de las actividades productivas, y iii) la posibilidad de nuevos brotes de contagio. Algunos añadieron riesgos adicionales tales como el resurgimiento de tensiones entre China y Estados Unidos, así como otros de carácter político y geopolítico. **Uno** destacó el peligro de una doble recesión. **En este contexto, la mayoría señaló que el balance de riesgos para las perspectivas económicas globales continúa sesgado a la baja.**

La mayoría mencionó que las afectaciones a la actividad económica han propiciado una marcada disminución en los precios de las materias primas, especialmente del petróleo. Uno agregó que este registró precios históricamente bajos.

La mayoría señaló que la inflación a nivel mundial siguió mostrando una fuerte disminución, ubicándose por debajo de las metas de los bancos centrales. Uno comentó que las expectativas de inflación han disminuido. **Otro** notó que si bien se siguen registrando cifras positivas de inflación, la posibilidad de disminuciones adicionales e incluso de episodios deflacionarios, constituyen factores de riesgo para la recuperación económica mundial.

Todos comentaron que, ante el entorno descrito, diversos bancos centrales redujeron significativamente sus tasas de interés. Uno señaló que la mayoría de las economías avanzadas cuentan con tasas de interés nominales alrededor de 0% o negativas y que las emergentes, en general, la ubican cerca o por debajo de la inflación observada, dando lugar a tasas reales cercanas a 0% o incluso negativas. Destacó que de 17 economías emergentes analizadas, nueve tienen una tasa objetivo menor o igual a 3%, cinco tienen tasas entre 3 y 5%, mientras que México, Rusia y Turquía tienen tasas superiores a 5%. Sostuvo que, sin embargo, la inflación esperada para el cierre de año en Rusia y Turquía es alta, mientras que en México ya está por debajo de 3%. Por ello, comentó que la tasa de interés real en nuestro país es actualmente la más alta dentro del conjunto de 17 países emergentes analizados. Agregó que para las economías emergentes la expectativa promedio para la tasa de referencia para el cierre de 2020 continuó disminuyendo, ubicándose en 3%.

La mayoría señaló que diversos bancos centrales también han implementado medidas extraordinarias para promover el buen funcionamiento de sus sistemas financieros. Un miembro destacó que prácticamente todos los bancos centrales han enfatizado en sus comunicados el intensificar el impulso monetario para agilizar el proceso de recuperación. **Otro** añadió que se busca que los hogares y empresas puedan hacer frente a los menores ingresos transitorios derivados de la pandemia, así como evitar una contracción crediticia. Sobre las medidas referidas, **uno** destacó el riesgo de que se generen o incrementen algunas vulnerabilidades que amenacen la estabilidad financiera, así como los retos derivados de algunas dificultades legales en ciertas regiones.

La mayoría comentó que diversos países han instrumentado medidas de estímulo fiscal para atenuar los efectos adversos de la pandemia. Algunos notaron que dichos estímulos han sido mayores a los implementados durante la crisis financiera global. **Uno** especificó que diversas autoridades han aprobado apoyos directos y programas de garantías crediticias. **Otro** enfatizó que existe el riesgo de que estas medidas sean insuficientes para evitar una recesión más profunda y extendida de lo esperado.

La mayoría mencionó que este entorno adverso ha conducido a una mayor aversión al riesgo, un deterioro en las condiciones financieras globales

y una recomposición en los portafolios de inversión hacia activos de menor riesgo. Algunos señalaron que respecto de inicios del año, los mercados bursátiles de economías avanzadas han presentado afectaciones importantes. **Uno** apuntó que en dichas economías se dieron salidas de mercados accionarios y de deuda corporativa de alto riesgo. **Otro** agregó que las monedas de estas economías se depreciaron frente al dólar y que los diferenciales entre bonos corporativos y soberanos continúan elevados.

La mayoría destacó que este entorno también ha conducido a una salida de capitales sin precedente de economías emergentes, especialmente en instrumentos de renta fija. Agregó que estas economías registraron depreciaciones de sus monedas y volatilidad en sus mercados cambiarios. Uno detalló que las caídas en los precios de las materias primas y otras fuentes de ingresos externos agravaron las salidas de capitales. Argumentó que en este contexto, las agencias calificadoras han revisado a la baja la calificación crediticia de múltiples soberanos y empresas, contribuyendo a retroalimentar de manera pro-cíclica el choque financiero y el proceso de aversión al riesgo. Sobre las presiones inflacionarias derivadas de los ajustes cambiarios, **otro** mencionó que estas están contenidas en la mayoría de las economías, como lo sugiere la disminución en la compensación por inflación y riesgo inflacionario.

La mayoría reconoció que las acciones adoptadas por las economías avanzadas para proveer liquidez y restablecer el financiamiento, así como los anuncios de una posible reapertura gradual en algunos países, contribuyeron para que los mercados financieros internacionales exhibieran un comportamiento más estable en las últimas semanas. Uno comentó que si bien la aversión al riesgo ha disminuido, todavía se encuentra en niveles elevados. **Otro** comentó que los mercados financieros se mantienen volátiles.

La mayoría mencionó que las condiciones financieras globales seguirán sujetas a las perspectivas sobre los efectos de la pandemia. Destacó los riesgos de una desaceleración más pronunciada y del resurgimiento de tensiones comerciales, políticas y geopolíticas. Uno añadió que es posible que continúe la recomposición de portafolios hacia activos de refugio y que se presenten episodios de extrema volatilidad financiera en economías emergentes. **Otro** apuntó

que el balance de riesgos financieros se encuentra sesgado a la baja.

Actividad Económica en México

Todos apuntaron que la información oportuna muestra que la actividad económica en México tuvo una importante contracción en el primer trimestre del año, la cual ya incorpora afectaciones asociadas a la pandemia. La mayoría señaló que la economía ya mostraba debilidad desde antes de la pandemia. Mencionó que según la estimación oportuna del PIB para el primer trimestre del año, este disminuyó 1.55% con respecto al trimestre anterior, siendo esta la mayor caída desde la crisis financiera de 2008-2009. Algunos comentaron que esta contracción refleja el impacto de las medidas de aislamiento, la desaceleración en la demanda externa y la disrupción en las cadenas de valor. Uno consideró que aún no se refleja del todo el efecto del confinamiento y la subsecuente disminución en el empleo. Agregó que indicadores basados en información del sistema de pagos anticipan caídas mensuales de -4.5 y -9.5% para marzo y abril, respectivamente.

La mayoría señaló que las medidas de confinamiento han afectado a la demanda agregada y que diversos indicadores apuntan a una contracción del consumo y la inversión en marzo y abril. Agregó que las exportaciones disminuyeron, incluyendo las automotrices, mientras que las importaciones mantuvieron su tendencia negativa. Algunos resaltaron la contracción de las importaciones de bienes finales y de maquinaria y equipo. Por el lado de la oferta, la mayoría mencionó que varios indicadores sugieren una contracción en los servicios y en el sector industrial. Algunos destacaron que indicadores de opinión empresarial en diversos sectores, así como índices de gerentes de compra del sector manufacturero y no manufacturero, han descendido a los niveles más bajos desde que se tienen registros. Uno resaltó que indicadores de los sectores de turismo y de servicios recreativos muestran que estos están padeciendo el mayor impacto de las medidas de aislamiento. Otro añadió que en el primer trimestre el sector industrial se contrajo y que la producción manufacturera disminuyó, si bien las actividades primarias crecieron.

La mayoría comentó que, si bien aún se desconoce la magnitud y la duración de las afectaciones ocasionadas por la pandemia, se anticipa que estas se profundicen en el segundo

trimestre. Uno señaló que se espera cierta reactivación a partir del tercer trimestre ante el anuncio del reinicio de actividades, aunque el alcance de dicha recuperación es incierto. Otro agregó que se prevé que dichas afectaciones perduren en el segundo semestre del año.

La mayoría mencionó que el mercado laboral ha resentido las consecuencias de la crisis sanitaria. Destacó que en abril se perdieron 555 mil empleos formales registrados en el IMSS. Uno apuntó que en el año que finaliza en ese mes se registró una pérdida de 456 mil empleos y que la disminución ha sido desproporcionadamente elevada para trabajadores que reciben hasta dos salarios mínimos, incrementando el costo social de esta crisis sanitaria. Además, resaltó el aumento considerable en la tasa de subocupación. Otro agregó que en marzo ya se había observado una reducción de 130 mil puestos de trabajo. Añadió que la tasa de desempleo ya alcanzó 4.15% y que se ha observado un crecimiento pronunciado de retiros de las cuentas individuales de las afores por desempleo. Uno subrayó que entre el 13 de marzo y el 30 de abril se perdieron más de 750 mil empleos formales, por lo que en menos de dos meses se perdieron más empleos formales que en un lapso de 12 meses durante la parte más aguda de la crisis de 2008-2009. Mencionó que también habría que agregar una pérdida importante de empleos informales. Otro comentó que se prevé una reducción de más de un millón de empleos formales en el año. Algunos mencionaron que se esperan retos de medición de los indicadores laborales, pues el INEGI está enfrentando restricciones para la elaboración de encuestas en hogares en esta coyuntura.

La mayoría apuntó que los pronósticos de crecimiento para 2020 siguen revisándose a la baja. Algunos mencionaron que el consenso de los pronósticos de analistas privados pasó de -6.7 a -7.5%, anticipándose una modesta recuperación en 2021. Uno mencionó una encuesta de expectativas aplicada a economistas en la que la mediana se ubica en -8.0% con una moda de -9.0% y que otras fuentes proyectan una contracción de dos dígitos. Consideró que las micro, pequeñas y medianas empresas serán las más afectadas y que el sector informal se verá perjudicado en términos de ingreso y oportunidades laborales, además de que se anticipa una mayor pobreza en todas sus dimensiones. Señaló que, si bien esta tendencia es mundial, México está considerado como uno de los países que sufrirá mayor daño. Otro detalló que las medidas de contención y la incertidumbre sobre la

pandemia seguirán afectando el consumo de servicios. Añadió que el menor empleo y sus efectos sobre la masa salarial darán un menor soporte al consumo. Agregó que se prevé que la inversión siga deteriorándose.

La mayoría coincidió en que el balance de riesgos para el crecimiento está significativamente sesgado a la baja y consideró que está sujeto a incertidumbre, ya que se desconoce la duración y profundidad de los efectos de la pandemia. Algunos señalaron que las medidas de mitigación y la confianza de los consumidores dependerán del desarrollo de una vacuna y de un tratamiento eficaz. Destacaron como riesgos: i) una prolongación de las afectaciones a la producción por el cierre de actividades y la falta de suministros; ii) un aumento de contagios o segundo brote, que ocasionaría problemas financieros y de solvencia, y iii) menores ingresos de empresas y hogares y afectaciones al empleo. **Uno** mencionó posibles daños permanentes a la planta productiva y al empleo. **Algunos** consideraron que la ausencia de un enfoque integral de apoyo, particularmente en virtud de la modesta respuesta fiscal, puede resultar en una recuperación más lenta. **Uno** agregó la falta de incentivos adecuados para la inversión privada, situación que se ha acrecentado recientemente ante los ajustes al marco regulatorio para su participación en el sector eléctrico. **Otro** enfatizó que ello está agravado por un ambiente de incertidumbre jurídica para la inversión privada.

En este contexto, la mayoría señaló que las condiciones de holgura se ampliaron considerablemente y que se anticipa que lo sigan haciendo. Uno mencionó que se prevé que la brecha negativa del producto alcance niveles no vistos desde la crisis de 2008-2009.

Inflación en México

Todos mencionaron que la inflación general disminuyó, destacando que en abril se situó en 2.15%. La mayoría señaló que esto obedeció a la reducción de la inflación no subyacente, resultado de una menor variación anual de los precios de los energéticos, en particular de las gasolinas.

La mayoría mencionó que la inflación subyacente se redujo entre marzo y abril. Destacó el aumento en la tasa de variación de los precios de las mercancías alimenticias. Apuntó que esto se debe a factores tanto de demanda como de oferta. Algunos consideraron que la inflación subyacente sigue mostrando resistencia a

disminuir. **Uno** consideró que, si bien en términos agregados se observan inflaciones anuales inferiores a 3% para mercancías no alimenticias y servicios, las presiones sobre la inflación subyacente son generalizadas. Comentó que el indicador de media truncada para esta variable registra lecturas casi idénticas a la variable sin truncar. Asimismo, resaltó que en el caso de los servicios, al excluir los componentes de vivienda, educación, turismo y telecomunicaciones, el crecimiento de los precios del indicador correspondiente muestra cifras superiores a 4%. **Otro** subrayó que el componente subyacente registró su menor nivel en 12 meses y que la mayoría de los componentes mostraron importantes disminuciones, mostrando menor persistencia que la observada en el último año. Destacó que los servicios mostraron un nivel de 2.84%, que no se había registrado desde 2016 y las mercancías no alimenticias 2.34%, su menor tasa desde 2015. Agregó que la depreciación cambiaria no ha impactado significativamente los precios de estas últimas, a pesar de que un porcentaje importante es importado. Añadió que la vivienda registró una inflación anual inferior a 3%. Señaló que solo dos componentes de la inflación subyacente, los servicios educativos y las mercancías alimenticias, mostraron una inflación anual mayor a esta cifra. Sin embargo, subrayó que en los servicios educativos, se aprecia una ligera disminución con respecto a los meses previos, mientras que las mercancías alimenticias están experimentando un aumento peculiar y posiblemente transitorio en su demanda. Además de que la producción de algunos de estos bienes ha sido limitada por las medidas de confinamiento, generando presión al alza en sus precios. **Uno** resaltó que estudios académicos señalan que el confinamiento produce cambios radicales en los patrones de consumo y que la disrupción en algunas cadenas de valor refleja variaciones extremas dentro del índice de precios, como lo ilustran el aumento en el subíndice de mercancías alimenticias y la caída significativa en los precios de los servicios turísticos.

La mayoría señaló que las expectativas para la inflación general de corto plazo han disminuido. Algunos precisaron que para el cierre de 2020 estas se encuentran ligeramente abajo de 3%. **Uno** agregó que las expectativas para la inflación subyacente también disminuyeron. **La mayoría comentó que las de mediano y largo plazos para la inflación general se han mantenido relativamente estables, si bien en niveles superiores a la meta de 3%. Uno** apuntó que estas se encuentran dentro del rango de variabilidad y que se espera que se mantengan ahí. **Otro** indicó que la prima por riesgo

inflacionario extraída de instrumentos de mercado ha disminuido. **Uno** señaló que hay contrastes muy marcados entre los diferentes plazos de este indicador, lo que pone de relieve sus limitaciones para evaluar las expectativas de inflación bajo circunstancias como las actuales en los mercados financieros, caracterizadas por una baja liquidez y en general un deterioro en las condiciones de operación.

La mayoría destacó que se anticipa que la inflación converja a la meta en el horizonte en el que opera la política monetaria. Algunos consideraron que la inflación terminará el año por debajo de la meta. **Uno** estimó que permanecerá en niveles menores a 3% lo que resta de 2020. Señaló que a lo anterior contribuye la perspectiva de que los precios de los energéticos sigan en niveles relativamente bajos debido a una demanda mundial débil por materias primas. Apuntó que el aumento en los precios de productos agropecuarios observado en meses anteriores ya comenzó a revertirse, mientras que los precios de productos alimenticios disminuirían cuando se levante el confinamiento. **Otro** indicó que se espera que la inflación se incremente en los próximos meses y que podría ubicarse por encima de la meta en el segundo semestre del año. Mencionó que la recuperación de los precios de los energéticos ejercerá presiones al alza sobre el componente no subyacente. Agregó que la inflación subyacente se vería afectada por un tipo de cambio más depreciado de lo anticipado y por choques de oferta. No obstante, enfatizó que en virtud de la importante contracción de la demanda en 2020, de una recuperación que se anticipa moderada en 2021 y de la consecuente expectativa de una amplia brecha negativa del producto en ambos años, es razonable esperar que la inflación general converja a su meta en 2021, en un entorno de presiones en ambos sentidos y de alta incertidumbre.

En cuanto a los riesgos para la inflación, la mayoría mencionó las presiones a la baja derivadas de la importante ampliación en la brecha negativa del producto y de la reducción en los precios de los energéticos. Uno señaló que el distanciamiento social está interrumpiendo la prestación de ciertos servicios, cuyas variaciones de precios estarían disminuyendo. **Otro** añadió las disminuciones en los precios agropecuarios y problemas en la medición de la inflación por el cambio de la canasta de consumo representativa durante la pandemia. **Como riesgos al alza, la mayoría resaltó la posibilidad de que la depreciación del tipo de cambio sea mayor o más**

persistente y posibles interrupciones en las cadenas de producción y distribución de algunos bienes y servicios. Algunos resaltaron las presiones en los precios de las mercancías alimenticias. En particular, **uno** de ellos enfatizó que dichas presiones pudieran ser de tal magnitud que pueden sobrepasar los efectos de la holgura sobre los precios. El mismo miembro agregó el efecto base de la inflación no subyacente debido a los bajos niveles observados recientemente, una reversión de los precios de los energéticos y una mayor presión de los precios agropecuarios. **Otro** sostuvo que, si bien se ha argumentado que la depreciación cambiaría es un riesgo al alza, este no se ha materializado en México, ni en otras economías emergentes, donde la inflación ha disminuido. Añadió que si bien se ha argumentado que podría haber presiones de costos por mayores precios de insumos intermedios, el FMI reportó que la inflación anual de materias primas en abril fue -31%, lo que representa una fuerza deflacionaria importante. **Uno** señaló que los efectos del confinamiento en los patrones de consumo y en las cadenas de valor, así como las dificultades en el levantamiento de precios, complican la lectura del indicador de precios, por lo que algunas presiones al alza y a la baja se deben de analizar con cuidado.

En este contexto, la mayoría consideró que el balance de riesgos para la inflación se mantiene incierto. Uno notó que esto se debe a: i) posibles cambios en los patrones de consumo y sus efectos sobre la formación de precios, ii) la magnitud y duración de la caída en la demanda agregada, iii) la interrupción de cadenas globales de valor y la posible escasez de algunos bienes, iv) la persistencia de las condiciones adversas en los mercados financieros que conlleven ajustes desordenados, y v) posibles efectos de segundo orden derivados de la percepción de que la depreciación del tipo de cambio sea permanente. **Otro** señaló que la incertidumbre sobre el balance referido es elevada al considerar que la significativa contracción de la demanda presionará a la inflación a la baja, mientras que las afectaciones por el lado de la oferta y la depreciación cambiaría podrían hacerlo al alza. Puntualizó que el resultado dependerá de la intensidad de cada una de estas presiones, así como de la interacción entre las mismas. Por su parte, **uno** opinó que la magnitud de la contracción económica y la consecuente ampliación en la brecha negativa del producto deberán pesar más en el proceso de fijación de precios que el tipo de cambio. Ante ello, consideró que los riesgos al alza y a la baja sobre la inflación están balanceados. **Otro** consideró que los datos de inflación de abril, en particular la evolución de los

componentes de la inflación subyacente y la caída en la no subyacente, sugieren que las presiones a la baja sobre la inflación están predominando sobre aquellas al alza.

Entorno Macrofinanciero

La mayoría señaló que se han registrado salidas de capitales sin precedente y que los inversionistas extranjeros han reducido su tenencia de valores gubernamentales en más de 250 mil millones de pesos. Uno indicó que esto ha respondido no solo al entorno global, sino también a factores idiosincráticos. Otro puntualizó que las salidas de capitales continuaron desde la última decisión, aunque a un ritmo menor. Uno consideró que estos reacomodos en los portafolios de inversión han contribuido a generar condiciones financieras astringentes. Otro destacó que el acervo de inversión extranjera en bonos gubernamentales aún representa cerca de 90 mil millones de dólares.

La mayoría comentó que en las últimas semanas se ha observado un mejor desempeño de los mercados financieros nacionales. No obstante, destacó que persisten condiciones de operación deterioradas. Algunos detallaron que los mercados de deuda y cambiarios todavía muestran poca profundidad y falta de liquidez. Uno agregó que eso ha distorsionado las tasas de interés en algunos nodos de la curva de rendimiento. Algunos notaron que el riesgo soberano se ha ajustado ligeramente a la baja, si bien uno consideró que las preocupaciones por diversos factores de riesgo se mantienen elevadas. Por otro lado, algunos resaltaron que el índice de la bolsa de valores subió cerca de 6% en el último mes. Uno señaló que se observaron flujos de entrada marginales de inversionistas extranjeros al mercado accionario. Otro comentó que este mercado y el CDS siguen mostrando un fuerte deterioro con respecto a los niveles observados a inicios del año.

La mayoría mencionó que se registraron menores tasas de interés de valores gubernamentales en todos sus plazos. Apuntó que estas reducciones estuvieron influidas por las acciones implementadas por el Banco de México. Uno destacó que en el último mes las tasas se redujeron en más de 100 puntos base en algunos nodos de la curva. Otro señaló que persisten factores de preocupación, una curva de rendimientos empinada y la liquidación de posiciones.

Con respecto al tipo de cambio, todos hicieron referencia a la importante depreciación que registró este año. La mayoría subrayó que se

mantiene en niveles elevados, si bien algunos indicaron que recientemente ha cotizado en un rango más acotado. Uno destacó que en los últimos meses el rango de operación del tipo de cambio ha sido amplio y que los diferenciales de compraventa y la volatilidad intradía se han mantenido elevados, con una liquidez y profundidad desfavorables. Además, señaló que en el mercado de derivados se mantiene una posición corta en instrumentos de corto plazo. Destacó que el peso mexicano continúa entre las divisas emergentes con mayor depreciación anual. Agregó que el deterioro es similar al observado en la crisis financiera de 2008-2009 y más pronunciado que durante el *Taper Tantrum* y las elecciones de 2016 en Estados Unidos. Algunos señalaron que las condiciones financieras seguirán sujetas a las perspectivas sobre los efectos de la pandemia.

La mayoría señaló que este entorno adverso contribuyó a las reducciones en la calificación de la deuda soberana y de Pemex. Algunos notaron que dos agencias mantuvieron la perspectiva negativa para el país. Uno mencionó que advirtieron sobre ajustes adicionales en el futuro cercano y que algunos participantes del mercado debaten sobre cuándo perderá el grado de inversión el soberano. Con respecto a Pemex, algunos expresaron que se vio afectada por los menores precios del petróleo. Uno apuntó que en el primer trimestre del año presentó una pérdida histórica de 562 mil millones de pesos, y que requiere de una elevada capitalización. Sostuvo que si bien la depreciación cambiaria representó el mayor impacto para la empresa, sus problemas estructurales han cobrado relevancia ante los bajos precios del petróleo, la confirmación de la pérdida de grado de inversión y la baja capacidad de maniobra en las finanzas públicas. Otro notó que el Fondo Monetario Internacional señaló que uno de los principales riesgos es la necesidad de apoyo financiero adicional a Pemex. Uno comentó que de no replantearse su modelo de negocio, Pemex continuará extrayendo recursos del erario.

La mayoría mencionó que ante el aumento esperado en el déficit y la reducción del PIB, se anticipa un incremento en la deuda pública como porcentaje del PIB. Uno añadió que este indicador también aumentará por la depreciación cambiaria. Otro mencionó que para este año se prevé un faltante en los ingresos públicos. Notó que aun considerando el uso de los recursos del FEIP, los ingresos por coberturas petroleras y un menor gasto programable, el déficit primario llegaría a 0.8% del PIB. Mencionó que en el mediano plazo la recaudación dependerá de que se reactive la

inversión pública y privada por encima de los bajos niveles observados durante los últimos años. Agregó que las revisiones referidas a la calificación crediticia han contribuido a un mayor apretamiento en las condiciones financieras para el gobierno y empresas mexicanas. Al respecto, subrayó que recientemente se han emitido bonos gubernamentales en dólares con sobreprimas y con costos superiores a las emisiones realizadas en enero. Añadió que la escasez de colocaciones y operaciones de refinanciamiento por parte del sector corporativo reflejan condiciones financieras astringentes y aversión al riesgo de inversionistas hacia emisores mexicanos.

Ante la situación actual, la mayoría destacó la importancia de medidas fiscales de apoyo que no pongan en riesgo la sostenibilidad de las finanzas públicas. Al respecto, algunos consideraron que las medidas para apoyar a la planta productiva y mitigar los efectos de la pandemia han sido insuficientes. **La mayoría reconoció que hay poco margen debido a las reducciones en la calificación de la deuda soberana, así como a la fragilidad de las finanzas públicas y de Pemex.** Algunos externaron que la contracción económica y el mayor déficit que se prevén para este año, limitan más el margen de maniobra. **Uno** consideró que se cuenta con un espacio limitado para contratar deuda adicional e implementar una política fiscal contracíclica. No obstante, señaló que reducciones adicionales en la tasa de interés podrían contribuir, aunque de manera acotada, a reducir el costo financiero del Gobierno y liberar espacio para un estímulo fiscal. Por su parte, **otro** consideró que México aún cuenta con un buen acceso a los mercados internacionales y que debe de aprovecharse el espacio existente.

Ante un espacio fiscal limitado, la mayoría consideró que los esfuerzos deben dirigirse a una reasignación del presupuesto basado en criterios de eficiencia. Uno especificó que esta reasignación debe hacerse hacia un gasto con impacto laboral en el corto plazo. **Otro** comentó que existen algunos márgenes de maniobra, tales como la reorientación del gasto público de proyectos polémicos de gran envergadura a prioridades surgidas de la pandemia.

Frente a una coyuntura adversa, la mayoría destacó la necesidad de generar políticas públicas que den certidumbre a la inversión privada y la importancia de mantener fundamentos macroeconómicos sólidos. Uno sostuvo que esto último contribuye a un ajuste

ordenado de los mercados financieros nacionales y de la economía en su conjunto. Afirmó que se requiere una estrategia para mitigar los choques adversos y que a la vez mantenga una inflación baja y estable, así como un sistema financiero sólido y bien capitalizado. **Algunos** mostraron preocupación por la incertidumbre para la inversión. En particular, mencionaron los cambios recientes en las reglas para la participación del sector privado en la generación de electricidad con fuentes renovables. **Uno** señaló que esta medida afecta el proceso de competencia y libre concurrencia. Agregó que lo anterior se suma a otras acciones que modificaron las condiciones de los contratos una vez realizadas las inversiones, tales como la cancelación del NAIM, los litigios de la CFE con relación a los gasoductos, la cancelación de los Certificados de Energías Limpias y la suspensión de una planta cervecera. **Otro** consideró que la crisis sanitaria, en combinación con factores idiosincrásicos, puede reducir el crecimiento potencial del país a niveles no vistos en muchos años, lo que implicaría elevados costos económicos y sociales. De ahí la necesidad de fortalecer los lazos de comunicación y colaboración con el sector privado con miras a crear un entorno propicio para la inversión. Añadió que para superar los retos derivados de la crisis e impulsar el crecimiento económico en el largo plazo se requiere de un enfoque de política balanceado. Destacó que lo anterior es importante ante el deterioro en los fundamentos económicos del país.

Política Monetaria

Ante las afectaciones previstas en la inflación, la actividad económica y las condiciones financieras derivadas del COVID-19 y considerando el espacio que en balance estas otorgan a la política monetaria, todos coincidieron en disminuir en 50 puntos base el objetivo para la Tasa de Interés Interbancaria a un día a un nivel de 5.50%.

La mayoría señaló que algunas economías emergentes que han reducido aceleradamente su tasa de referencia, han padecido una depreciación de sus monedas, incluso a pesar de haber intervenido en sus mercados cambiarios. **Uno** agregó que en algunas de estas economías también aumentaron las tasas de interés de largo plazo, en un contexto en el que estas se están reduciendo en la mayoría de las economías. Enfatizó que la adopción de un enfoque más agresivo de política monetaria en México con el objetivo de estimular la recuperación implicaría incurrir en riesgos elevados a cambio de un impacto modesto

en la actividad económica por motivos bien conocidos y fundamentados. **Otro** consideró que si bien se han alzado voces impulsando acciones más agresivas de relajamiento monetario, resulta indispensable seguir una estrategia gradual ante el entorno de elevada incertidumbre global y la preponderancia que recientemente han ganado factores idiosincráticos, los cuales representan riesgos para la estabilidad financiera y macroeconómica.

Algunos consideraron que este contexto otorga margen para mayores disminuciones de la tasa de referencia. Añadieron que menores tasas de interés contribuirán a que las facilidades previamente anunciadas por el Banco de México para promover el otorgamiento de crédito funcionen de manera más efectiva. **Uno** argumentó que ante una recesión sin precedentes, una inflación cerca del límite inferior del rango de variabilidad y a punto de experimentar una crisis de desempleo masivo, es importante seguir relajando la política monetaria. Apuntó que dadas las posturas monetarias relativa y absoluta hay espacio para un relajamiento significativo y que la baja inflación da margen para el ajuste. Este miembro añadió que si bien permanece la incertidumbre sobre su trayectoria esperada, no se debe sobredimensionar este factor, el cual debe tener un menor énfasis ante la drástica caída en la actividad económica y la pérdida de millones de empleos sobre los cuales ya se tiene certeza. Agregó que hay una política monetaria muy laxa a nivel global, que contribuye a contrarrestar los incrementos en las primas de riesgo.

Otro expresó que es necesario que la tasa de interés se lleve hacia niveles más accesibles en un horizonte relativamente cercano. Agregó que el costo y acceso al crédito para las micro, pequeñas y medianas empresas —que son las que más empleos generan— se ve seriamente afectado durante las crisis económicas. Comentó que si el efecto de la política monetaria sobre el crédito fuera limitado, sería necesario recurrir a movimientos más drásticos en la tasa de interés. Mencionó que las reducciones en la tasa de referencia que ya se han implementado y que han disminuido el diferencial de tasas con respecto a la Reserva Federal, no se han traducido en un incremento desordenado del tipo de cambio, lo que implica que hay otros factores más importantes detrás del comportamiento de dicha variable. Añadió que la reducción de la tasa objetivo ha ocurrido a la par de una disminución de las expectativas de inflación. Indicó que todo lo anterior parece indicar que hacia adelante existe un amplio espacio para seguir disminuyendo la tasa de

referencia sin crear presiones inflacionarias y sin poner en riesgo el cumplimiento de la meta de inflación.

Un miembro argumentó que la decisión de política monetaria no solo debe evaluar las disyuntivas asociadas a las perspectivas de inflación en un entorno caracterizado por una importante contracción económica, sino también considerar las asociadas al choque financiero tanto por su componente global como el idiosincrático. En particular, sostuvo que para una economía emergente relativamente pequeña y abierta, la determinación de la postura monetaria debe considerar tanto la posición cíclica de la economía y su influencia sobre la inflación como las condiciones financieras que se enfrentan y su papel para la estabilidad macroeconómica, incluyendo mantener una inflación baja y estable. En particular, destacó: i) que debe procurarse que la curva de rendimientos presente un ajuste ordenado evitando afectaciones en las tasas de interés de largo plazo y manteniendo primas de riesgo inflacionario bajas; ii) que hay que considerar algunos de los efectos del confinamiento y la suspensión de actividades, ya que en este entorno las reducciones en las tasas de interés pueden tener un efecto menor o rezagado sobre la demanda agregada en el muy corto plazo, pues los canales tradicionales de gasto de hogares y empresas no están operando con normalidad, y iii) que si bien en la fase más pronunciada del choque financiero y de aversión al riesgo los diferenciales de tasas de interés no fueron importantes en los ajustes de portafolio que se presentaron, en las siguientes fases podrían ser más relevantes. Comentó que hay elementos de estabilidad en los mercados financieros nacionales, y para el sistema financiero en su conjunto, que deben considerarse a fin de no inducir ni agravar un ajuste de portafolios. Mencionó que ello es relevante para México, ya que destaca entre las economías emergentes por tener mercados financieros muy integrados a los internacionales y por tener una moneda plenamente convertible, donde 80% del volumen se intercambia entre no residentes. Considerando todo lo anterior, señaló que es necesario identificar los diferentes retos y disyuntivas que enfrenta la política monetaria, evaluar los escenarios que se vayan materializando y con base en estos elementos definir los ajustes más convenientes para la postura de política monetaria.

Otro integrante consideró que, ante un choque de naturaleza global y un incremento sustancial de la aversión al riesgo, las señales que se derivan de algunos puntos de referencia usualmente

importantes para la conducción de la política monetaria son menos obvias, lo que subraya la necesidad de un enfoque cauteloso. Al respecto, destacó la menor claridad sobre el impacto del diferencial de tasas de interés con otras economías. Argumentó que de manera similar, en adición a las dificultades que normalmente enfrenta la estimación de la tasa de interés neutral, es probable que su uso para propósitos de evaluación de la postura de política monetaria se encuentre limitado en la coyuntura actual. Enfatizó que existe un grado de incertidumbre mayor al usual en torno a su magnitud, así como al sentido de las desviaciones de corto plazo que pudiera estar presentando respecto de su nivel de largo plazo. Lo anterior, en virtud de la poca claridad en cuanto a la importancia relativa de los efectos encontrados sobre la tasa neutral derivados de los diversos factores que están afectando a la economía, entre ellos una elevada incertidumbre y el apretamiento de las condiciones financieras externas, lo que probablemente se combina con un menor crecimiento potencial.

La mayoría opinó que el panorama para la política monetaria sigue siendo incierto y complejo. Uno consideró que el grado de incertidumbre en torno a la evolución de los principales agregados macroeconómicos, de los mercados financieros y del entorno externo, y por tanto de la inflación, es inusualmente elevado. Sostuvo que bajo estas circunstancias se debe proceder con prudencia y aprovechar los márgenes para reducir la tasa de interés en la medida en que la trayectoria de la inflación lo permita. Otro señaló que si bien las tensiones en los mercados financieros nacionales se han moderado, aún persisten diversos indicadores de alerta. Comentó que la histórica salida de flujos de capital, así como el aumento del riesgo país y la depreciación del peso mexicano, evidencian un menor apetito por los activos nacionales.

Respecto de las decisiones futuras de política monetaria, uno señaló que es necesario mandar una señal de que continuará relajándose la postura en función de la evolución de la crisis y del posible deterioro en las condiciones económico-financieras. Mencionó que la velocidad de la reducción de la tasa de referencia depende de: i) mantener una inflación baja y dentro del objetivo; ii) las perspectivas económicas, en particular, los efectos de la pandemia; iii) la volatilidad de los mercados financieros; iv) el riesgo de que una disminución demasiado rápida de las tasas de interés ocasione más salidas de capital, y v) choques idiosincráticos, tales como un posible desbalance fiscal, un mayor

deterioro de la calificación crediticia, incrementos de las primas de riesgo u otros choques negativos a la confianza empresarial y a la gobernanza. Añadió que se requiere mantener ajustes de la tasa de referencia decididos a fin de situar la postura monetaria en su punto laxo y evaluar continuamente la posibilidad de realizar ajustes adicionales, incluso en reuniones no calendarizadas. Agregó que una vigilancia constante sobre la coyuntura permitirá actuar con prontitud y eficiencia. Otro comentó que si bien coincide en que la evolución de los determinantes de la inflación debería permitir un relajamiento adicional de la postura monetaria en el futuro cercano, en su opinión es complicado e incluso poco prudente, dar una guía más precisa del posible rumbo de la política monetaria en un contexto de tanta incertidumbre. Uno opinó que la política monetaria más prudente en la coyuntura actual es una reducción sustancial en la tasa de referencia con el fin de que la tasa de interés real se ubique por debajo de su nivel neutral lo más pronto posible, sin descartar la posibilidad de transitar hacia una tasa real cercana a cero o negativa. Agregó que no hacer lo anterior o postergarlo por demasiado tiempo, sería una decisión poco prudente, ya que afectaría a la economía nacional en un momento de crisis económica, dañaría a los mercados financieros y pondría en peligro a la estabilidad de precios.

La mayoría mencionó que es relevante la instrumentación de las medidas orientadas a propiciar un comportamiento ordenado de los mercados financieros, fortalecer los canales de otorgamiento de crédito y proveer liquidez para seguir promoviendo el sano desarrollo del sistema financiero. Algunos agregaron que dichas medidas tienen también la finalidad de evitar trastornos en el sistema de pagos. Uno añadió que buscan propiciar que empresas y hogares cuenten con el financiamiento que requieren ante una reducción transitoria en sus ingresos. Mencionó que las medidas anunciadas son de un monto de hasta 800 mil millones de pesos, equivalente a 3.3% del PIB. Otro resaltó que se necesita reforzar estas medidas por tres vías: i) con una comunicación clara sobre sus alcances y con respecto a que se encuentran dentro de los límites que la ley impone; ii) con una instrumentación rápida y efectiva, y iii) con una evaluación de sus efectos a fin de que, en caso de ser necesario, se aumente su duración y monto en toda su extensión e intensidad, e incluso se diseñen algunas medidas adicionales. Enfatizó que medidas de aplicación inmediata como mejoras regulatorias, relajamiento de la normatividad y una mejor gobernanza no tienen un impacto en el déficit fiscal, pero sí en los incentivos a recurrir al sistema

financiero en busca de mayor crédito para mantener el capital de trabajo en las empresas. Apuntó que en adición a lo anterior, el Banco de México, en la medida de sus capacidades y facultades legales, deberá seguir colaborando con los sectores público y privado para la recuperación económica. Sin embargo, es necesario también que el sector financiero sea muy pro-activo para que estos recursos fluyan a las empresas. En este sentido, el Banco de México deberá coordinarse estrechamente con el sector privado y público a fin de que las políticas implementadas sean más efectivas. Indicó que es de la más alta importancia responder a la emergencia económica dentro de las atribuciones del Banco Central y al máximo de su capacidad para apoyar a la población y la economía. Mencionó que se debe actuar de manera decisiva, dentro del margen que el mandato prioritario permite, al comunicar la necesidad de una postura más acomodaticia tomando en cuenta el rezago con el cual opera la política monetaria. Agregó que esta crisis requiere pensar en forma innovadora y actuar de manera audaz. Consideró que, por ello, es importante que se mande un mensaje de unidad y compromiso para resolver esta crisis. **Uno** consideró que para lograr que las facilidades anunciadas por el Banco de México para promover el otorgamiento de crédito funcionen de manera más efectiva, es necesario transitar en un horizonte relativamente cercano hacia tasas de interés por debajo de su nivel neutral. Sostuvo que, de otra manera, el alcance de estas medidas será más bien limitado.

3. DECISIÓN DE POLÍTICA MONETARIA

Considerando los riesgos mencionados para la inflación, la actividad económica y los mercados financieros, se plantean retos importantes para la política monetaria y la economía en general. Ante las afectaciones previstas, y considerando el espacio que en balance estas otorgan a la política monetaria, con la presencia de todos sus miembros, la Junta de Gobierno decidió por unanimidad disminuir en 50 puntos base el objetivo para la Tasa de Interés Interbancaria a un día a un nivel de 5.5%.

La Junta de Gobierno tomará las acciones que se requieran con base en la información adicional y considerando la fuerte afectación a la actividad productiva, así como la evolución del choque financiero que enfrentamos, de tal manera que la tasa de referencia sea congruente con la convergencia ordenada y sostenida de la inflación general a la meta del Banco de México en el plazo en el que opera la política monetaria. Perseverar en fortalecer los fundamentos macroeconómicos y adoptar las acciones necesarias, tanto en el ámbito monetario como fiscal, contribuirá a un mejor ajuste de los mercados financieros nacionales y de la economía en su conjunto.

4. VOTACIÓN

Alejandro Díaz de León Carrillo, Irene Espinosa Cantellano, Gerardo Esquivel Hernández, Javier Eduardo Guzmán Calafell y Jonathan Ernest Heath Constable votaron a favor de reducir el objetivo para la Tasa de Interés Interbancaria a un día en 50 puntos base a un nivel de 5.5%.

ANEXO

La información presentada en este Anexo fue elaborada para esta sesión por las Direcciones Generales de Investigación Económica y de Operaciones de Banca Central, ambas del Banco de México, y no necesariamente refleja las consideraciones de los miembros de la Junta de Gobierno respecto de su decisión de política monetaria.

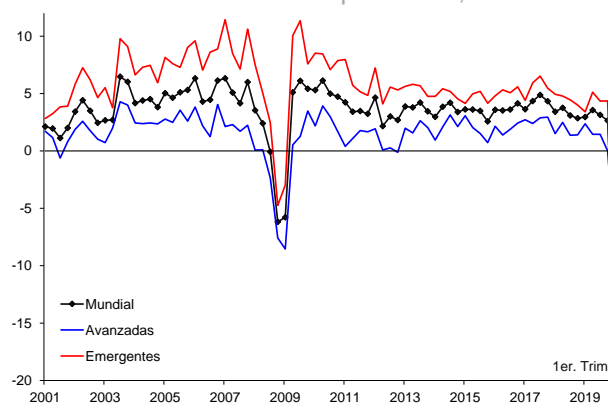
A.1. Condiciones externas

A.1.1. Actividad económica mundial

La pandemia del COVID-19 y las medidas adoptadas para evitar su propagación han afectado considerablemente a la actividad económica mundial (Gráfica 1). Ello ha dado lugar a revisiones sin precedente de las expectativas de actividad económica, las cuales incorporan una fuerte contracción en la actividad productiva durante 2020. Esto a su vez, ha propiciado una marcada disminución en los precios de las materias primas, especialmente del petróleo. Este entorno condujo a un deterioro importante en las condiciones financieras globales, una recomposición de los portafolios de inversión hacia activos de menor riesgo y a la mayor contracción de que se tenga registro en la tenencia de activos de economías emergentes, especialmente en instrumentos de renta fija.

Ante esta situación, diversos bancos centrales han reducido significativamente sus tasas de interés e implementado otras medidas para promover el buen funcionamiento de sus sistemas financieros, al tiempo que diversos países han instrumentado medidas de estímulo fiscal para atenuar los efectos adversos en el empleo y en los ingresos de hogares y empresas. Dichas acciones, aunado a la aparente reducción de contagios en algunas de las principales economías, se han traducido recientemente en una mejoría en las condiciones financieras globales. No obstante, las condiciones financieras internacionales seguirán sujetas a las perspectivas sobre los efectos de la pandemia, así como a factores de riesgo tales como las tensiones políticas y comerciales entre Estados Unidos y China.

Gráfica 1
Crecimiento del PIB Mundial
Variación anual en por ciento, a. e.



a. e. / Cifras con ajuste estacional.

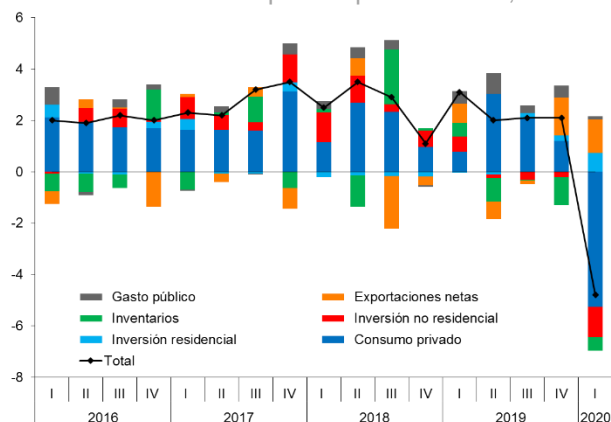
Nota: La muestra de países utilizada para el cálculo representa el 85.6% del PIB mundial medido por paridad de poder de compra. Se utilizan pronósticos para algunos países de la muestra.

Fuente: Elaborado por Banco de México con información de Haver Analytics, J. P. Morgan y Fondo Monetario Internacional.

En Estados Unidos, en el primer trimestre del año el PIB se contrajo a una tasa trimestral anualizada y ajustada por estacionalidad de 4.8%, después de haber registrado un crecimiento de 2.1% en el cuarto trimestre de 2019 (Gráfica 2). Esta contracción fue resultado, principalmente, de las afectaciones a las cadenas de suministro causadas por la pandemia y las medidas adoptadas para contener su propagación. En particular, el gasto de consumo privado cayó, especialmente en servicios, mientras que la inversión en equipo y en estructuras continuó disminuyendo. El impacto negativo de estos componentes de la demanda agregada fue parcialmente compensado por la contribución positiva de la inversión residencial, del gasto del gobierno y de las exportaciones netas, esto último como resultado de una fuerte contracción de las importaciones. Cabe destacar que los índices de confianza del consumidor y de los negocios, así como otros indicadores disponibles al mes de abril, sugieren que el deterioro de la actividad económica se acentuará significativamente durante el segundo trimestre del año.

Gráfica 2
EUA: PIB Real y Componentes

Variación trimestral anualizada en por ciento y contribuciones en puntos porcentuales, a. e.



Fuente: BEA.

Por su parte, en el primer trimestre de 2020 la producción industrial en Estados Unidos registró su mayor caída desde mediados de 2009, al disminuir 7.4% a tasa anualizada. Además, se espera que la actividad industrial siga mostrando debilidad en el segundo trimestre del año, tal y como lo sugieren algunos indicadores disponibles a abril, como los Índices de Gerentes de Compras. En particular, destacaron las caídas en el componente de nuevos pedidos del PMI y del ISM, los cuales registraron disminuciones entre marzo y abril, pasando de 42.2 a 27.1 puntos y de 45.7 a 27.7 puntos, respectivamente.

Los indicadores del mercado laboral en Estados Unidos reflejaron un fuerte deterioro en abril ante las medidas para contener la propagación del COVID-19. En particular, la nómina del sector no agrícola pasó de una contracción de 870 mil plazas en marzo a una de 20.5 millones de plazas en abril, siendo está la mayor caída en el empleo desde que se tiene registro. A su vez, la tasa de desempleo aumentó de 4.4% en marzo a 14.7% en abril de 2020. De manera relacionada, las solicitudes vigentes del seguro de desempleo han seguido en aumento desde el inicio de la pandemia, rebasando los 22 millones en la semana que concluyó el 25 de abril.

En la zona del euro, el crecimiento del PIB se contrajo a una tasa trimestral anualizada y ajustada por estacionalidad de 14.4% en el primer trimestre del año, como resultado de la debilidad en el consumo y en la inversión derivada de las medidas implementadas para evitar la propagación del COVID-19. A pesar de esta reducción, la tasa de desempleo solo aumentó de 7.3% a 7.4% entre

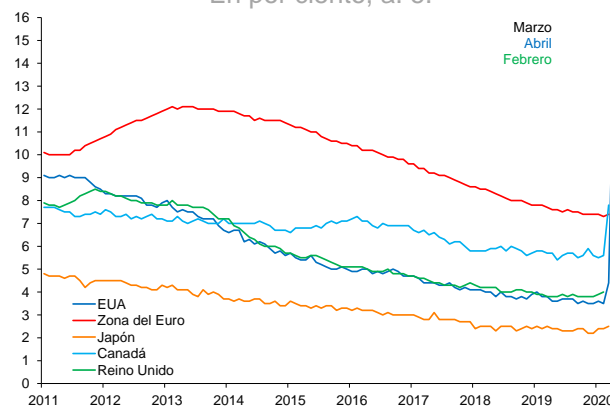
febrero y marzo. Los indicadores prospectivos disponibles, como los Índices de Gerentes de Compras, se contrajeron nuevamente en abril, reflejando los efectos de la pandemia en diversas economías de la región. En particular, el Índice de servicios se ubicó en su nivel más bajo desde que se tiene registro.

En Japón, la información disponible apunta a una contracción del PIB durante el primer trimestre del año. En particular, la producción industrial mostró una fuerte contracción en marzo ante el impacto negativo de la pandemia en la demanda interna y externa, particularmente de las manufacturas. Por su parte, algunos indicadores acentuaron su caída ese mismo mes, especialmente el Índice de Gerentes de Compras de servicios y el Índice de Confianza del Consumidor, los cuales alcanzaron sus niveles más bajos desde que se tiene registro. Lo anterior, en un contexto en el que se extendió el estado de emergencia hasta principios de junio, sugiere que esa economía se mantendrá débil en el corto plazo.

Cabe señalar que la evolución de la pandemia, así como los periodos de adopción y relajamiento de medidas de contención, se han traducido en un deterioro del mercado laboral de distintas economías avanzadas (Gráfica 3). Así, la tasa de desempleo en algunas de estas economías ya ha comenzado a mostrar fuertes incrementos y se prevé que en algunos casos dicho deterioro se intensifique en el corto plazo.

Gráfica 3
Economías Avanzadas Seleccionadas: Tasa de Desempleo

En por ciento, a. e.



a. e. / Cifras con ajuste estacional.

Fuente: Haver Analytics.

En las economías emergentes, la información más reciente indica que el deterioro de la actividad económica se extenderá hacia el segundo trimestre de este año. Ello es especialmente notorio en regiones como América Latina, en donde el Covid-19 comenzó a esparcirse con mayor rapidez a partir de marzo, y en donde continúan implementándose medidas de distanciamiento social. En el caso de China, luego de la incipiente recuperación que registró en marzo, el Índice de Gerentes de Compras del sector manufacturero reportó un ligero retroceso en abril, mientras que el índice del sector de servicios aumentó ligeramente, reflejando una gradual normalización de las actividades tras el fin del periodo de confinamiento.

Los precios internacionales de las materias primas han registrado un comportamiento errático desde finales de abril. En particular, después de que los precios del petróleo tipo WTI disminuyeran 56 dólares por barril el 20 de abril pasado para ubicarse en -37.6 dólares por barril debido al vencimiento de los contratos a futuro de petróleo del WTI para entrega en mayo, la caída de la demanda global por crudo y las expectativas de una fuerte disminución de la capacidad de almacenamiento en Cushing, Oklahoma, los precios han mostrado cierta recuperación como resultado de los nuevos recortes de producción por parte de Arabia Saudita y otros países árabes, si bien permanecen bajos. Por su parte, recientemente los precios de los granos y los metales industriales han presentado cierta volatilidad por la incertidumbre en torno a la demanda mundial y la renovada tensión entre Estados Unidos y China por las acusaciones relacionadas con el surgimiento y propagación del COVID-19.

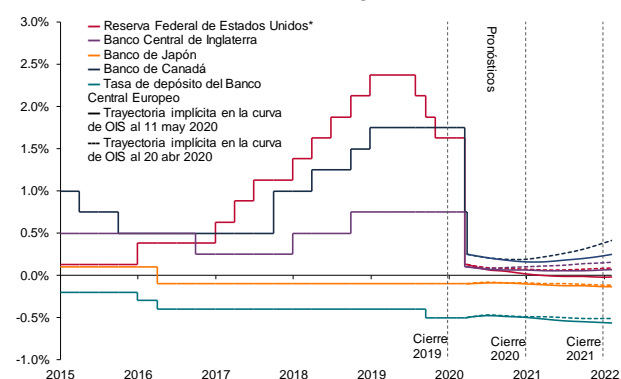
A.1.2. Política monetaria y mercados financieros internacionales

En la mayoría de las economías avanzadas, las inflaciones general y subyacente mostraron una disminución debido, principalmente, a la caída en los precios de la energía. La menor actividad económica como resultado de la pandemia también ha empezado a reflejarse en menores precios de algunos bienes y servicios. De esta forma, la inflación en estas economías se ubica muy por debajo de los objetivos de sus respectivos bancos centrales. Además, las expectativas de inflación, derivadas tanto de instrumentos financieros como de encuestas, se mantienen en niveles bajos. En la mayoría de las economías emergentes, las inflaciones general y subyacente también registraron

menores niveles en marzo, reflejando principalmente los efectos de la menor actividad económica.

En este entorno, diversos bancos centrales de economías avanzadas y emergentes continuaron implementando políticas monetarias acomodaticias, y en algunos casos siguieron reduciendo sus tasas de interés e implementando medidas extraordinarias para promover el buen funcionamiento de los mercados financieros. Hacia delante, las expectativas extraídas de instrumentos de mercado siguen anticipando que los bancos mantendrán una postura de política monetaria altamente acomodaticia (Gráfica 4).

Gráfica 4
Tasas de Referencia y Trayectorias Implícitas en Curvas OIS*
Porcentaje



*OIS: Swap de tasa de interés fija por flotante en donde esta última está ligada a la referencia efectiva a un día.

**Para la tasa de referencia observada de Estados Unidos se utiliza la tasa de interés promedio del rango objetivo de la tasa de fondos federales (0.0% - 0.25%).

Fuente: Banco de México con datos de Bloomberg.

Algunas de las decisiones de política monetaria de los principales bancos centrales que destacaron en el periodo son las siguientes:

- i) En su reunión de abril, la Reserva Federal de Estados Unidos mantuvo sin cambio su rango de entre 0 y 0.25% para la tasa de interés de fondos federales, así como su programa de compra de activos. Por otra parte, incrementó el alcance de algunas de las facilidades previamente anunciadas con la finalidad de asegurar el buen funcionamiento de los mercados financieros. Esa Institución reiteró que espera mantener el rango de su tasa de interés de referencia en su nivel actual hasta que la economía haya sobrellevado los eventos recientes y enfatizó su compromiso de utilizar todas las herramientas disponibles para apoyar a la economía estadounidense, reiterando que continuará tanto con las compras de activos en los montos que sean necesarios para respaldar el buen funcionamiento del mercado, como con las operaciones de repo.

Adicionalmente, señaló que continuará vigilando las implicaciones de la información disponible sobre actividad económica, salud pública, economía global e inflación. En este entorno, tanto las variables de mercado como el consenso de los analistas incorporan que ese banco central mantenga la tasa de referencia sin cambios durante el resto de 2020.

- ii) El Banco Central Europeo (BCE), en su reunión de abril, mantuvo sin cambio sus tasas de interés de referencia, manteniendo en 0.0, -0.5 y -0.25% las de refinanciamiento, de facilidad de depósito y de préstamo, respectivamente. En dicha reunión, anunció el otorgamiento temporal de préstamos de largo plazo adicionales y una serie de mejoras en las condiciones de su tercer programa de operaciones de refinanciamiento de largo plazo con objetivo específico (TLTRO-III, por sus siglas en inglés), entre las que se incluyen la reducción del interés aplicado a estas operaciones, el inicio anticipado del periodo de evaluación de préstamos y la flexibilización de requerimientos para dichas operaciones. Adicionalmente, anunció que conducirá una nueva serie de operaciones de refinanciamiento de largo plazo de emergencia por la pandemia (PELTROs, por sus siglas en inglés).
- iii) El Banco de Inglaterra en su reunión de mayo mantuvo sin cambios su tasa de política monetaria, dejándola en 0.1%, y su programa de compra de activos. Lo anterior se dio mediante una decisión dividida en la que dos miembros del Comité votaron a favor de incrementar el objetivo del programa de compra de activos en 100 mil millones de libras esterlinas. Cabe destacar que en su minuta se reconoció que, dados los riesgos a la baja para la actividad económica en el mediano plazo, se pudieran requerir mayores acciones en el futuro. En este sentido, Andrew Bailey, en su primera reunión como gobernador de esa Institución, señaló que se mantienen todas las opciones abiertas y que se podría ampliar el programa de flexibilización cuantitativa en junio.
- iv) En su reunión de abril, el Banco de Japón mantuvo sin cambio la tasa de referencia en -0.1% y el objetivo de la tasa de 10 años en alrededor de 0%. Aunado a lo anterior, dada la severa afectación a la actividad económica y el apretamiento en las condiciones financieras generados por la pandemia, decidió incrementar de manera significativa las compras de papel comercial y bonos corporativos, y relajar los requerimientos de la facilidad de provisión de fondos al sector corporativo por la emergencia de salud. Adicionalmente, se comprometió a incrementar sus compras de bonos gubernamentales, eliminando el límite de 80 billones de yenes anuales que había establecido anteriormente, con el fin de lograr su objetivo de inflación de 2%.
- v) El Banco de Canadá anunció detalles de su programa de compra de activos en el mercado secundario. También revisó los términos y condiciones de su

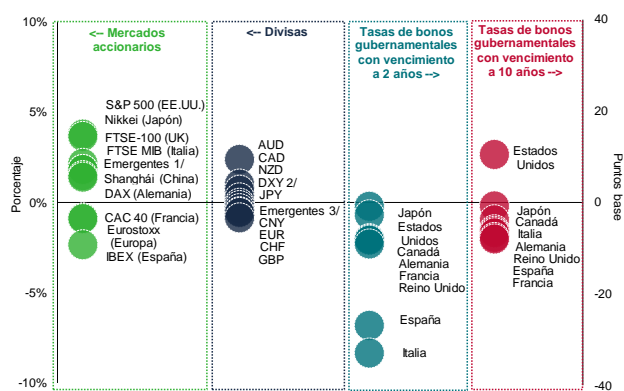
facilidad de operaciones de reporto a plazo para incluir, además de los plazos previamente anunciados, un periodo de 90 días.

En las economías emergentes, desde la última decisión de política monetaria en México diversos bancos centrales anunciaron recortes en sus tasas de interés de referencia, destacando los casos de Brasil, Colombia, Malasia, Rusia y Turquía. Adicionalmente, el Banco Central de la India ajustó sus facilidades de préstamo para apoyar fondos mutuos, mientras que el Banco de Malasia anunció la inyección de recursos para asegurar la liquidez en los mercados financieros.

Los mercados financieros internacionales exhibieron un comportamiento más estable desde la última decisión de política monetaria del Banco de México. Ello se puede asociar con las acciones adoptadas por las economías avanzadas de mayor tamaño para proveer liquidez y reestablecer el buen funcionamiento de los sistemas financieros. A esto se suma el hecho de que en las últimas semanas se observó una desaceleración en el número de contagios y fallecidos en las principales economías desarrolladas, lo que provocó que varios países comenzaran a relajar las medidas de distanciamiento social. Asimismo, las noticias de potenciales tratamientos para aliviar los efectos del COVID-19, aunado a las medidas de estímulo instrumentadas por las autoridades, se tradujeron en un sentimiento menos pesimista, que revirtió parte de los movimientos observados durante el año. En este entorno, se observaron movimientos moderados en los activos financieros de las economías avanzadas. La mayoría de los principales índices accionarios aumentaron; las tasas de interés de bonos gubernamentales registraron movimientos acotados, aunque con un sesgo a la baja; las divisas mostraron cambios mixtos frente al dólar; y los diferenciales de bonos corporativos tuvieron movimientos mixtos (Gráfica 5).

Gráfica 5 Variación de Indicadores Financieros Seleccionados del 20 de abril al 11 de mayo de 2020

Porcentaje; puntos base



1/ Índice MSCI de países emergentes que incluye a 24 países. 2/ DXY: promedio ponderado calculado por el Intercontinental Exchange (ICE) del tipo de cambio nominal de las seis principales divisas operadas mundialmente con los siguientes pesos: EUR: 57.6%, JPY: 13.6%, GBP: 11.9%, CAD: 9.1%, SEK: 4.2%, y CHF: 3.6%. 3/ Índice de J.P. Morgan que se construye a través de un promedio ponderado del tipo de cambio nominal de divisas de países emergentes con los siguientes pesos: TRY: 8.3%, RUB: 8.3%, HUF: 8.3%, ZAR: 8.3%, BRL: 11.1%, MXN: 11.1%, CLP: 11.1%, CNH: 11.1%, INR: 11.1% y SGD: 11.1%.

Fuente: Bloomberg y ICE.

En las economías emergentes, se observaron movimientos, en general, moderados, en un contexto caracterizado por cautela entre los inversionistas ante los potenciales efectos adversos de la propagación del COVID-19. Entre estos destaca la posibilidad de nuevas revisiones a la baja de las calificaciones de deuda soberana en varios países. Además, se observó una depreciación moderada de la mayoría de sus divisas, al tiempo que los flujos de inversión hacia estas economías siguieron disminuyendo (Gráfica 6).

Hacia delante, el comportamiento de los mercados financieros dependerá, en buena medida, de las medidas para contener la propagación del virus y de la capacidad para mitigar los efectos negativos de dicha enfermedad en la actividad económica. Asimismo, el resurgimiento de las tensiones políticas y comerciales entre China y Estados Unidos pudiera generar nuevos episodios de volatilidad y aversión al riesgo. Además, persisten otros riesgos, tales como la posibilidad de que se intensifiquen conflictos geopolíticos, sociales y políticos en diversas regiones del mundo; el riesgo de mayores y más

frecuentes costos económicos derivados de desastres naturales resultado de factores ambientales, y un deterioro de la situación financiera de los hogares y las empresas como resultado de la debilidad de la economía.

Gráfica 6 Desempeño de Activos de Países Emergentes del 20 de abril al 11 de mayo 2020

Porcentaje, puntos base

Región	País	Divisas	Bolsas	Tasas de interés 2A	Tasas de interés 10A	CDS
América Latina	México	0.52%	9.30%	-66	-102	-51
	Brasil	-9.67%	0.93%	7	55	17
	Chile	3.53%	2.51%	-12	-22	-15
	Colombia	2.00%	-6.13%	-32	-38	-34
	Argentina	-2.10%	23.57%	1,377	161	-3,282
Europa emergente	Rusia	2.79%	4.58%	-46	-21	-37
	Polonia	-1.33%	-1.70%	2	5	-1
	Turquía	-1.91%	-1.17%	-122	56	-38
	Rep. Checa	-0.85%	4.64%	-23	-6	3
	Hungría	0.24%	6.02%	-8	-22	-2
Asia	Malasia	0.87%	-2.18%	-9	6	3
	India	1.07%	-0.27%	-2	3	7
	Filipinas	0.92%	-1.15%	-80	-75	0
	Tailandia	0.95%	1.65%	-14	-7	-7
	Indonesia	3.36%	1.38%	15	19	2
África	Sudáfrica	2.28%	2.77%	-53	-66	-2

Nota: Las tasas de interés corresponden a las tasas swap a un plazo de dos años y diez años, respectivamente. Para Argentina se utilizan las tasas en dólares estadounidenses al ser las más líquidas y las que mejor muestran el desempeño del mercado de renta fija de ese país.

Fuente: Bloomberg.

A.2. Evolución de la economía mexicana

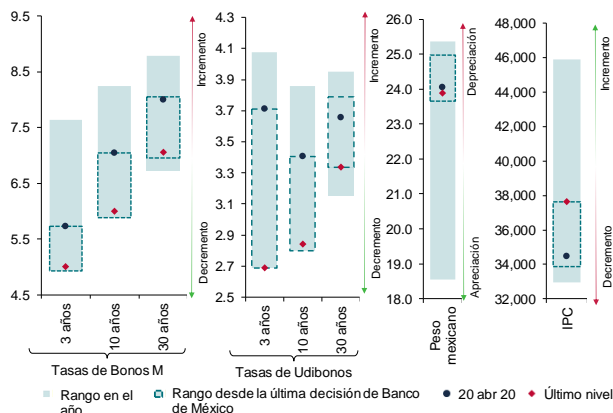
A.2.1. Mercados en México

Desde la última decisión de política monetaria a la fecha, los precios de los activos financieros en México mostraron un comportamiento estable, en línea con la dinámica observada en los mercados emergentes en general (Gráfica 7). Lo anterior, en un entorno en el cual prevaleció un sentimiento de cautela por parte de los inversionistas ante los potenciales efectos adversos que podrían derivarse de la propagación del COVID-19.

En el caso particular de la moneda nacional, ésta operó en un rango amplio, si bien más acotado que en semanas previas, de entre 23.55 y 24.97 pesos por dólar (Gráfica 8). Así, la cotización de la moneda nacional frente al dólar mostró una apreciación de 0.5% en el periodo, sin destacar frente a sus pares emergentes. Lo anterior, se presentó en un contexto en donde las condiciones de operación, tanto realizadas como prospectivas, observaron una mejora respecto al mes de marzo, aunque se mantienen en niveles relativamente elevados.

Gráfica 7 Desempeño y Condiciones de Operación de Mercados Mexicanos

Porcentaje, pesos por dólar e índice



Fuente: Elaboración de Banco de México.

Gráfica 8 Tipo de Cambio del Peso Mexicano con Promedios Móviles

Pesos por dólar



Fuente: Elaboración de Banco de México.

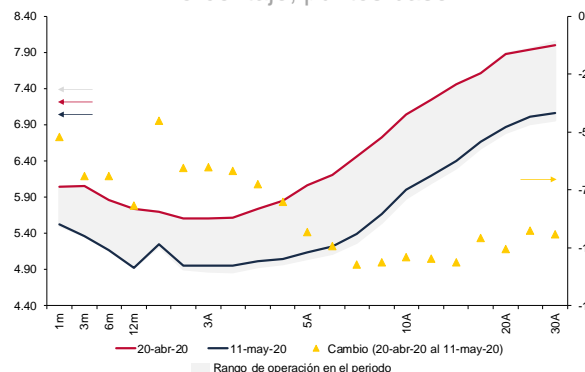
Las tasas de interés de los valores gubernamentales presentaron disminuciones de hasta 105 puntos base a lo largo de toda la curva de rendimientos, concentrándose los cambios de mayor magnitud en los bonos de mediano plazo (Gráfica 9). Cabe destacar que estos movimientos se presentaron en un contexto en el que las condiciones de operación mejoraron en el margen.

En este contexto, el Banco de México anunció el pasado 21 de abril dos conjuntos de medidas para promover un comportamiento ordenado de los

mercados financieros, fortalecer los canales de otorgamiento de crédito y proveer liquidez para el sano desarrollo del sistema financiero. Algunas de estas medidas buscan reducir la posibilidad de que las instituciones de crédito tengan un comportamiento pro-cíclico y crear las condiciones que faciliten que los intermediarios financieros puedan cumplir su función prioritaria de proveer financiamiento a la economía, para que, a su vez, este pueda destinarse a las micro, pequeñas y medianas empresas, así como a los hogares que han visto una reducción transitoria de sus fuentes de ingreso. De esta manera, con el objetivo de propiciar un correcto funcionamiento del mercado de deuda gubernamental, el Banco de México realizó una primera operación de permuta de valores gubernamentales, mediante la cual recibió títulos de largo plazo (a partir de 10 años) y entregó otros con plazo al vencimiento de hasta 3 años por un monto de 4,615 millones de pesos.

Gráfica 9 Curva de Rendimiento de Valores Gubernamentales a Tasa Nominal

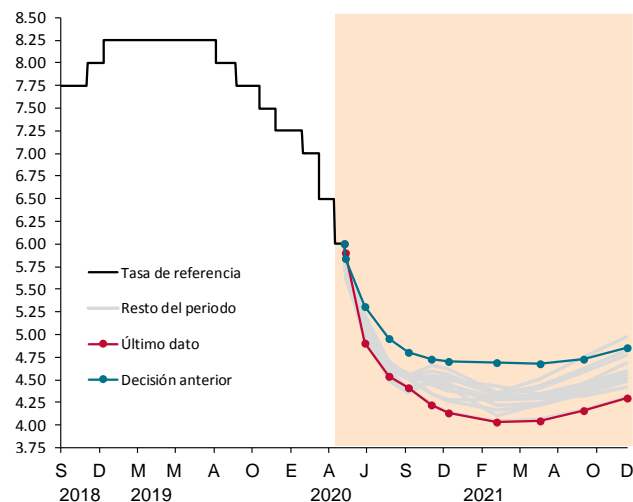
Porcentaje, puntos base



Fuente: PIP.

En cuanto a las expectativas respecto a la trayectoria de la tasa de referencia de política monetaria, la información implícita en la curva de swaps de TIIE prácticamente descuenta un recorte de 25 puntos base para la decisión de mayo, mientras que los analistas encuestados por Citibanamex esperan un recorte de 50 puntos base. Respecto al cierre de 2020, las variables de mercado anticipan un nivel para la tasa objetivo de alrededor de 4.00% (Gráfica 10), mientras que la mediana de la encuesta a economistas esperan un nivel de 4.75%.

Gráfica 10
Tasa de Fondeo Implícita en la Curva de Swaps de TIIE
Porcentaje

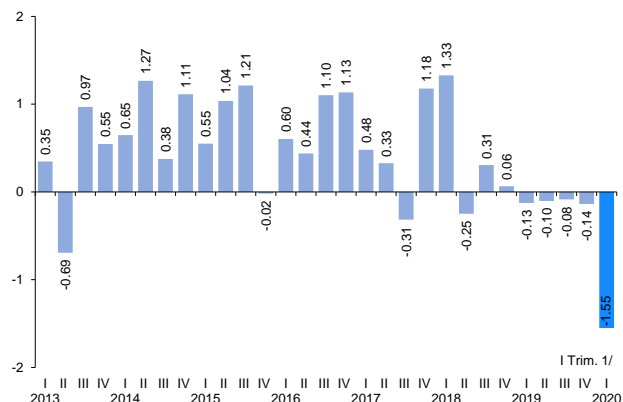


Fuente: Elaboración de Banco de México con datos Bloomberg.

A.2.2. Actividad económica en México

Si bien desde inicios de 2020, y previo a la propagación del COVID-19, la actividad productiva mantuvo la debilidad observada por varios trimestres, en marzo se empezaron a resentir los efectos asociados a las medidas para contener la pandemia en el país, así como la marcada debilidad de la economía mundial y cierta disrupción de las cadenas globales de valor, lo que afectó considerablemente la producción de bienes y servicios. En efecto, de acuerdo con la estimación oportuna del PIB de México publicada por el INEGI, en el primer trimestre de 2020 la actividad económica presentó una importante contracción (Gráfica 11). Aún se desconocen la magnitud y duración de las afectaciones ocasionadas por la pandemia, si bien se anticipa que estas se profundicen en el segundo trimestre y den lugar a contracciones importantes en el empleo.

Gráfica 11
Producto Interno Bruto
Variaciones porcentuales trimestrales, a. e.



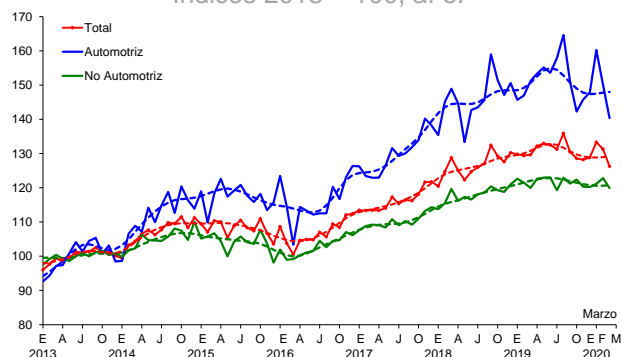
a. e. / Cifras con ajuste estacional.

1/ La cifra correspondiente al primer trimestre de 2020 se refiere a la estimación oportuna del PIB trimestral publicada por el INEGI.

Fuente: Sistema de Cuentas Nacionales de México (SCNM), INEGI.

A finales del primer trimestre de 2020, los efectos de la propagación de la pandemia a nivel global condujeron a una disminución de las exportaciones manufactureras de México. En particular, en marzo las exportaciones automotrices presentaron una importante reducción, en un contexto en el que diversas plantas armadoras suspendieron sus actividades en la segunda mitad del mes en respuesta a la emergencia sanitaria. A su vez, el resto de las exportaciones manufactureras continuaron exhibiendo un bajo dinamismo como resultado de la atonía de los envíos dirigidos a Estados Unidos y de una fuerte contracción en los canalizados al resto del mundo (Gráfica 12). Se espera que la mayor debilidad de la economía mundial y la menor producción nacional como consecuencia de los efectos del COVID-19 sobre el suministro de insumos continúen teniendo un impacto desfavorable y significativo sobre el sector exportador mexicano, particularmente en el segundo trimestre del año.

Gráfica 12
Exportaciones Manufactureras Totales
Índices 2013 = 100, a. e.

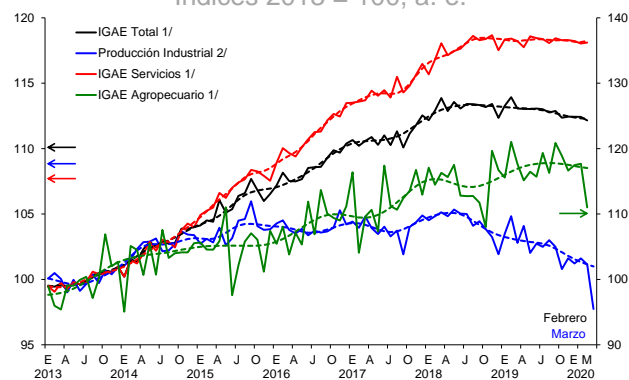


a. e. / Serie con ajuste estacional y serie de tendencia basadas en información en dólares nominales. La primera se representa con la línea sólida y la segunda con la punteada.
Fuente: Banco de México con base en SAT, SE, Banco de México, INEGI. Balanza Comercial de Mercancías de México. SNIEG. Información de Interés Nacional.

En febrero de 2020, se continuó observando la atonía en el consumo privado que ha prevalecido durante varios meses. Además, la información oportuna sugiere afectaciones significativas sobre este agregado a partir de marzo asociadas a los efectos de la propagación del COVID-19. En particular, en marzo las ventas de la ANTAD mostraron debilidad como reflejo del impacto diferenciado de las medidas de distanciamiento social sobre el tipo de tiendas representadas, toda vez que las ventas de tiendas departamentales y especializadas mostraron fuertes disminuciones, en tanto que las ventas en tiendas de autoservicios experimentaron un importante repunte como resultado del comportamiento precautorio de los consumidores. A su vez, las ventas de vehículos ligeros presentaron una contracción mensual en abril cercana al 50% con datos ajustados por estacionalidad, luego de haber reportado una reducción mayor al 20% en marzo. Por su parte, en el primer bimestre del año la inversión fija bruta continuó exhibiendo una trayectoria a la baja, explicada por el pobre desempeño tanto del rubro de maquinaria y equipo, como del de construcción. Información oportuna como las importaciones de capital sugiere que este agregado también se verá afectado de manera considerable desde finales del primer trimestre por la mayor incertidumbre y los efectos económicos de la pandemia.

Por el lado de la producción, de acuerdo con la información más oportuna, durante el primer trimestre de 2020 se acentuó la trayectoria a la baja que la actividad industrial ha venido mostrando desde inicios de 2018, en tanto que en marzo los servicios resintieron los efectos de la pandemia, luego de la atonía registrada en 2019 y principios de 2020. (Gráfica 13). Al interior de las actividades secundarias, en marzo las manufacturas presentaron una fuerte contracción asociada, en buena medida, a la suspensión de actividad en algunos subsectores por la falta de insumos importados, primordialmente originarios de China, así como al desempeño desfavorable del rubro de fabricación de equipo de transporte originado por paros en la industria automotriz como medida de prevención ante la emergencia sanitaria (Gráfica 14). Lo paros de esta industria se extendieron al mes de abril, dando como resultado una caída de casi 100% en la producción terminal en ese mes. A su vez, la construcción profundizó su tendencia descendente, en tanto que, la minería volvió a exhibir debilidad como reflejo de la disminución del rubro de minerales metálicos y no metálicos, si bien continuó observándose un incremento en la extracción de petróleo. Por su parte, la atonía de las actividades terciarias a principios de 2020 se explicó, principalmente, por las contribuciones negativas de los servicios de transporte e información en medios masivos, aunque otros servicios también mostraron debilidad. La información oportuna indica que en marzo se acentuó el desempeño negativo de los servicios, el cual se anticipa haya estado concentrado en actividades como el de esparcimiento y de alojamiento temporal y preparación de alimentos.

Gráfica 13
Indicadores de la Actividad Económica
Índices 2013 = 100, a. e.

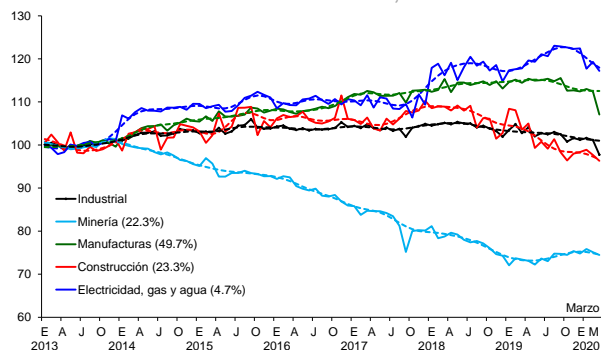


a. e. / Serie con ajuste estacional y serie de tendencia. La primera se representa con la línea sólida y la segunda con la punteada.

1/ Cifras a Febrero de 2019.

2/ Cifras a Marzo de 2020 del Indicador Mensual de la Actividad Industrial.
Fuente: Sistema de Cuentas Nacionales de México (SCNM), INEGI.

Gráfica 14
Actividad Industrial ^{1/}
Índices 2013 = 100, a. e.



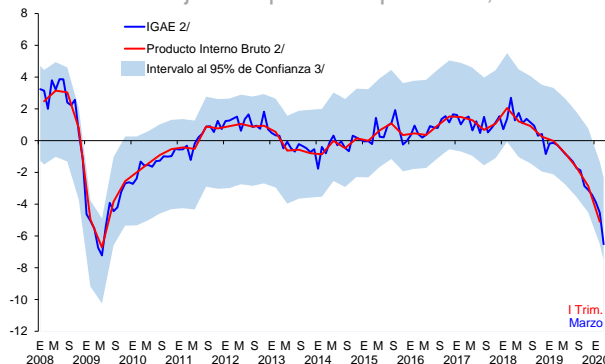
a. e. / Serie con ajuste estacional y serie de tendencia. La primera se representa con la línea sólida y la segunda con la punteada.

1/ Las cifras entre paréntesis corresponden a su participación en el total en 2013.

Fuente: Sistema de Cuentas Nacionales de México (SCNM), INEGI.

En cuanto a la posición cíclica de la economía, las condiciones de holgura continuaron ampliándose considerablemente hacia finales del primer trimestre de 2020, como reflejo de la persistente debilidad de la actividad económica mantenida por varios trimestres y de los efectos de la propagación del COVID-19 (Gráfica 15), en un contexto en el que el balance de riesgos para el crecimiento está significativamente sesgado a la baja. Con relación al mercado laboral, en el periodo enero - marzo de 2020, tanto la tasa de desocupación nacional como la urbana se ubicaron en niveles superiores a los registrados en promedio en 2019, si bien, a pesar de la menor actividad económica en marzo, en ese mes presentaron una reducción (Gráfica 16). Asimismo, la creación de puestos de trabajo afiliados al IMSS exacerbó fuertemente el desempeño desfavorable que había venido exhibiendo debido a los efectos de la pandemia, resultando en una pérdida de 131 mil plazas en marzo y de 555 mil plazas en abril con cifras originales.

Gráfica 15
Estimaciones de la Brecha del Producto ^{1/}
Sin Industria Petrolera ^{4/}
Porcentajes del producto potencial, a. e.



a. e. / Elaboración a partir de cifras con ajuste estacional.

1/ Estimadas con el filtro de Hodrick-Prescott con corrección de colas; ver Banco de México (2009), "Informe sobre la Inflación, Abril-Junio 2009", pág.74.

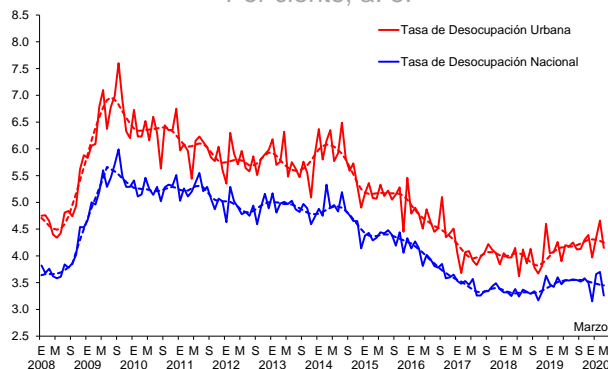
2/ Cifras del PIB oportuno al primer trimestre de 2020 y del IGAE implícito a marzo de 2020, congruente con dicha cifra oportuna.

3/ Intervalo de confianza de la brecha del producto calculado con un método de componentes no observados.

4/ Excluye la extracción de petróleo y gas, los servicios relacionados con la minería y la fabricación de productos derivados del petróleo y del carbón.

Fuente: Elaboración de Banco de México con información del INEGI.

Gráfica 16
Tasa de Desocupación Nacional y Tasa de Desocupación Urbana
Por ciento, a. e.



a. e. / Serie con ajuste estacional y serie de tendencia. La primera se representa con la línea sólida y la segunda con la punteada.

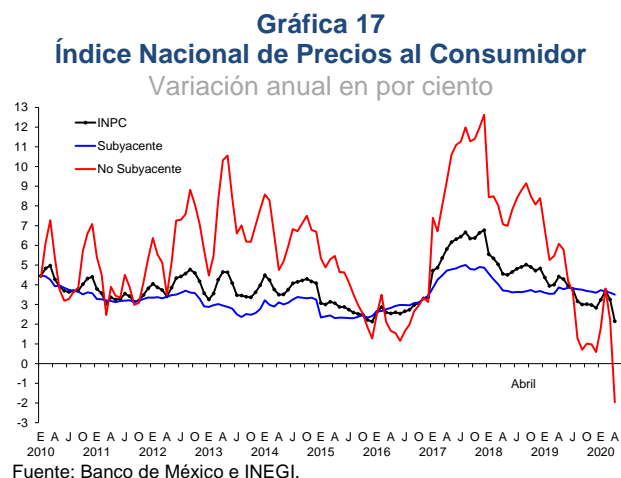
Fuente: Encuesta Nacional de Ocupación y Empleo (ENOE), INEGI.

En los dos primeros meses de 2020, el financiamiento interno a las empresas privadas continuó desacelerándose, incluso contrayéndose a tasa anual en términos reales en febrero. En contraste, en marzo se registró un incremento en el crédito de la banca comercial dirigido a las empresas grandes, en particular a las emisoras. Por su parte, a partir de marzo comenzó a observarse una marcada reducción en la actividad del mercado interno de deuda emitida por las empresas. Asimismo, el crédito a los hogares continuó perdiendo dinamismo durante marzo. En particular, el crédito al consumo registró una variación real anual prácticamente nula. Respecto de las tasas de interés, las correspondientes al financiamiento a las empresas se redujeron, acorde con la disminución de la tasa de interés de fondeo bancario. A su vez, las tasas de interés del crédito a la vivienda se redujeron ligeramente con respecto a diciembre de 2019, mes en el que dichas tasas disminuyeron con relación al nivel que habían observado desde el segundo trimestre de 2017. En el segmento de consumo, y con cifras a febrero de 2020, las tasas de interés de las tarjetas de crédito disminuyeron ligeramente respecto a meses previos. Respecto a la calidad de la cartera, los índices de morosidad del crédito a las empresas e hipotecario se mantuvieron en niveles bajos, mientras que los correspondientes al consumo mostraron un aumento moderado en el margen.

Como resultado de la contingencia derivada de la pandemia de COVID-19, existe el riesgo de un deterioro en el mercado de fondos prestables en los próximos meses, tanto porque algunos acreditados presenten dificultades para hacer frente a sus obligaciones, como porque algunas instituciones de crédito, de forma precautoria, decidan restringir el financiamiento. Ante este complejo panorama, en abril el Banco de México anunció diversas medidas, entre las que se cuentan aquellas dirigidas a fortalecer los canales de otorgamiento de crédito para las micro, pequeñas y medianas empresas y personas afectadas por la pandemia, a través de provisiones de recursos a bancos y facilidades de financiamiento con garantías de créditos corporativos.

A.2.3. Comportamiento y perspectivas de la inflación

Entre marzo y abril de 2020, la inflación general anual se redujo de 3.25 a 2.15%, como resultado de una menor inflación no subyacente, la cual incluso se ubicó en niveles negativos debido a la importante reducción en los precios de los energéticos, particularmente de las gasolinas, en el contexto de la pandemia del COVID-19. La inflación subyacente anual también se redujo, si bien en menor magnitud y con un comportamiento heterogéneo en sus componentes (Gráfica 17 y Cuadro 1).



En efecto, la inflación subyacente anual disminuyó de 3.60 a 3.50% entre marzo y abril de 2020, reflejando reducciones en la inflación de los servicios y de las mercancías no alimenticias, toda vez que la de los alimentos, bebidas y tabaco se incrementó. En particular, las variaciones anuales de los precios de las mercancías aumentaron entre los meses señalados de 3.83 a 4.11%, impulsadas por el crecimiento que se ha registrado en los precios de los alimentos, bebidas y tabaco, posiblemente derivado de la mayor demanda relativa asociada a la contingencia sanitaria. En contraste, las variaciones anuales de los precios de las mercancías no alimenticias han continuado reduciéndose, pues la disminución en la demanda relativa de algunas mercancías, como la ropa, pudieran estar contrarrestando el efecto del aumento en la demanda relativa de algunas otras, como los medicamentos y los productos para el hogar (Gráfica 18). Por su parte, la reducción en la variación anual de los precios de los servicios de 3.35 a 2.84% en el mismo lapso (Gráfica 19), refleja las medidas de distanciamiento social derivadas de la pandemia del COVID-19 que han afectado a la baja los precios de los servicios turísticos y de alimentación.

Gráfica 18
Subíndice Subyacente de las Mercancías
Variación anual en por ciento



Fuente: Banco de México e INEGI.

Gráfica 19
Subíndice Subyacente de las Mercancías y Servicios
Variación anual en por ciento

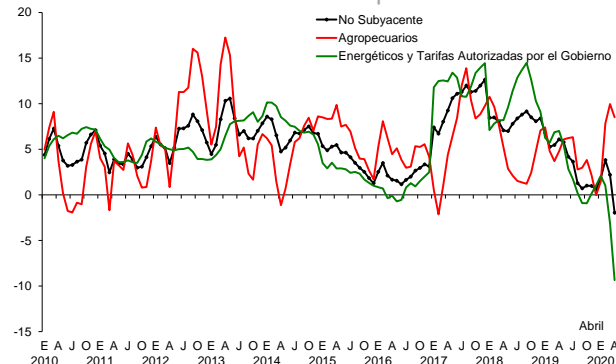


Fuente: Banco de México e INEGI.

La inflación no subyacente anual pasó de 2.19 a -1.96% entre marzo y abril de 2020 (Gráfica 20 y Cuadro 1). Este resultado se explica, principalmente, por la marcada reducción que han presentado los precios de los energéticos, los cuales registraron variaciones anuales de -6.36 y -15.20% en los meses referidos. Lo anterior ha reflejado, en buena medida, las caídas históricas de las referencias internacionales ante la guerra de precios y la menor demanda internacional en el contexto de la pandemia del COVID-19. A su vez, las variaciones anuales de precios de los productos agropecuarios también disminuyeron en las fechas señaladas,

pasando de 9.96 a 8.52%, derivado de la reducción en el crecimiento anual de los precios del rubro de las frutas y verduras.

Gráfica 20
Índice de Precios No Subyacente
Variación anual en por ciento



Fuente: Banco de México e INEGI.

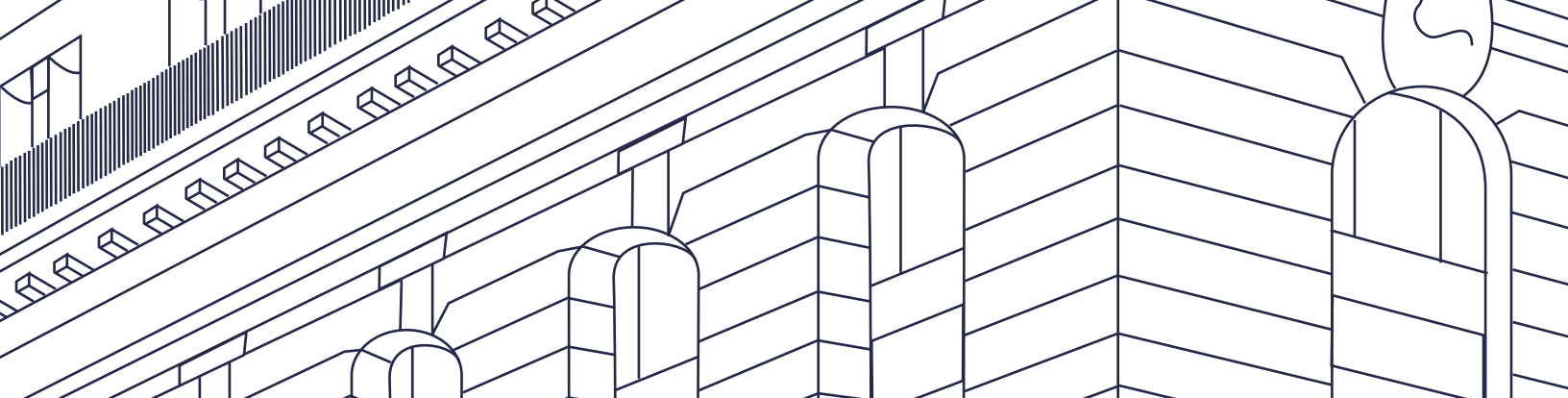
Respecto a las expectativas de inflación provenientes de la encuesta que levanta el Banco de México entre especialistas del sector privado, entre marzo y abril las medianas para la inflación general y subyacente al cierre de 2020 disminuyeron de 3.64 a 2.90% y de 3.50 a 3.34%, respectivamente. Por su parte, las medianas correspondientes a la inflación general para el mediano y largo plazos se mantuvieron en 3.50%. Con respecto a las expectativas de inflación del componente subyacente, la mediana para el mediano plazo permaneció en 3.50%, mientras que la correspondiente al largo plazo pasó de 3.48 a 3.45%. Finalmente, la compensación por inflación disminuyó en el mismo periodo, acentuándose dicho comportamiento en los primeros días de mayo.

En cuanto a los riesgos para la inflación destacan, a la baja, la importante ampliación en la brecha negativa del producto y los efectos de la reducción en los precios de los energéticos. Al alza, que la depreciación del tipo de cambio sea mayor o más persistente, así como posibles disrupciones en las cadenas de producción y distribución de algunos bienes y servicios. En este contexto, el balance de riesgos para la inflación se mantiene incierto.

Cuadro 1
Índice Nacional de Precios al Consumidor y Componentes
Variación anual en por ciento

Concepto	Febrero 2020	Marzo 2020	Abril 2020
INPC	3.70	3.25	2.15
Subyacente	3.66	3.60	3.50
Mercancías	3.82	3.83	4.11
Alimentos, Bebidas y Tabaco	4.99	5.05	5.78
Mercancías No Alimenticias	2.58	2.54	2.34
Servicios	3.48	3.35	2.84
Vivienda	2.94	2.93	2.86
Educación (Colegiaturas)	4.55	4.58	4.57
Otros Servicios	3.72	3.47	2.47
No Subyacente	3.81	2.19	-1.96
Agropecuarios	7.82	9.96	8.52
Frutas y Verduras	11.23	13.47	9.35
Pecuarios	4.91	7.00	7.83
Energéticos y Tarifas Aut. por Gobierno	1.01	-3.13	-9.35
Energéticos	-0.54	-6.36	-15.20
Tarifas Autorizadas por Gobierno	4.86	4.98	4.81

Fuente: INEGI.



BANCO DE MÉXICO®

Documento publicado el 28 de mayo de 2020

