



BANCO DE MÉXICO®

Minuta número 77

Reunión de la Junta de Gobierno del Banco de México, con motivo de la
decisión de política monetaria anunciada el 25 de junio 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:
24 de junio 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. Algunos añadieron que estas han tenido un impacto importante en el empleo. **Uno** destacó las repercusiones en las manufacturas, en los procesos integrados a las cadenas globales de valor y en los servicios brindados presencialmente. Apuntó que los daños han sido inmediatos y súbitos, tanto por el lado de la oferta como de la demanda.

Algunos notaron que las medidas sanitarias han mostrado cierta efectividad en reducir el contagio, con resultados diferenciados entre jurisdicciones. En este contexto, señalaron que las principales economías avanzadas iniciaron la reapertura de actividades. **Uno** destacó que América Latina se ha convertido en el epicentro de la crisis debido, entre otros factores, a que el alto grado de informalidad y pobreza dificultan el cumplimiento de las medidas de aislamiento.

La mayoría indicó que la contracción de la actividad observada en el primer trimestre se profundizó en el segundo, aunque en mayo algunos indicadores de diversas economías presentaron cierta mejoría. Uno opinó que es probable que el deterioro durante el segundo trimestre del año resulte menor al previamente anticipado. **Otro** argumentó que las ventas al menudeo, así como algunos indicadores prospectivos de economías avanzadas, como los índices de gerentes de compras y de confianza de los consumidores, permanecen en niveles muy inferiores a los que se tenían antes del inicio de la pandemia.

Todos señalaron que en este contexto las expectativas económicas de organismos multilaterales y analistas para 2020 se han vuelto a revisar a la baja. Algunos comentaron que se anticipan caídas del PIB mundial de entre 4.9 y 6%. **Uno** mencionó que es razonable esperar que la recuperación económica mundial será más lenta que lo previsto anteriormente.

La mayoría destacó que se espera una recuperación para la segunda mitad del año y para 2021, si bien las previsiones están sujetas a un elevado grado de incertidumbre. Como riesgos para la actividad mundial mencionó un segundo brote de contagios. Algunos añadieron que el apoyo fiscal sea insuficiente o retirado prematuramente. **Uno** especificó la importancia de este último riesgo para economías que parten de niveles de endeudamiento considerables. **Algunos** mencionaron la posibilidad de episodios adicionales de turbulencia en los mercados financieros internacionales. **Algunos** agregaron la posibilidad de inestabilidad política y social asociada al deterioro en las condiciones socio-económicas. **Uno** añadió el resurgimiento de conflictos comerciales y el proceso electoral en Estados Unidos. En este contexto, **algunos** señalaron que el balance de riesgos para las perspectivas económicas globales continúa sesgado a la baja.

Algunos mencionaron que la debilidad de la demanda global ha propiciado contracciones en los precios de las materias primas, especialmente de los energéticos. **Uno** detalló que ello ha afectado a los ingresos públicos y a los términos de intercambio de economías emergentes. **Otro** puntualizó que aunque dichos precios aún se encuentran en niveles bajos en relación con lo observado a principios de año, sus cotizaciones han mejorado y los instrumentos de mercado sugieren estabilidad hacia delante.

La mayoría mencionó que las inflaciones general y subyacente en las economías avanzadas se ubican por debajo de los objetivos de sus respectivos bancos centrales. Algunos comentaron que la inflación en la mayoría de las economías, incluidas las emergentes, ha disminuido debido a la menor demanda de un amplio rango de bienes y servicios. Señalaron que ello se ha observado a pesar de las restricciones de oferta y de los aumentos en los precios de alimentos y servicios médicos. **Uno** añadió que se anticipa una trayectoria deprimida para la inflación a nivel global, mientras que **otro** agregó que en las economías emergentes las expectativas extraídas de instrumentos de mercado continúan en niveles bajos.

Ante el entorno descrito, la mayoría destacó que los bancos centrales de economías avanzadas y emergentes han relajado sus posturas monetarias. Añadió que diversas autoridades monetarias han ampliado sus programas de compra de activos y los esquemas de financiamiento para promover el buen funcionamiento de sus sistemas financieros. Asimismo, mencionó que diversos bancos centrales han expresado su disposición a mantener las medidas de relajamiento el tiempo que sea necesario o incluso a reforzarlas. Algunos destacaron que las proyecciones de la Reserva Federal prevén que el rango de la tasa de fondos federales se mantenga entre 0 y 0.25% al menos hasta 2022. **Uno** agregó que este Banco Central anunció la posibilidad de implementar un esquema de control de la curva de rendimientos. **Otro** notó que en la mayoría de las economías emergentes los bancos centrales han continuado relajando sus posturas monetarias y actualmente las tasas de interés reales en estos países están cerca de 0% o incluso en niveles negativos.

La mayoría comentó que diversos países han instrumentado importantes medidas de estímulo fiscal para atenuar los efectos adversos en el empleo y en los ingresos de hogares y empresas. Uno expresó que algunas economías avanzadas, al contar con monedas de reserva y un amplio desarrollo institucional, han podido impulsar una significativa y amplia gama de medidas de apoyo al empleo, así como programas de garantías para empresas y hogares. Añadió que entre las economías emergentes se advierte una mayor heterogeneidad en cuanto al monto y el tipo de medidas adoptadas.

Todos destacaron que desde la última decisión de política monetaria los mercados financieros

globales mostraron un comportamiento positivo, reflejando los efectos de las medidas de estímulo fiscal, monetario y financiero adoptadas en las economías avanzadas y la gradual reapertura de la actividad productiva en dichas economías. La mayoría destacó la disminución en la aversión al riesgo, el aumento en los índices bursátiles, la apreciación de las divisas frente al dólar estadounidense, cierta reducción de las tasas de interés de bonos gubernamentales y el incremento en los precios de las materias primas. Algunos recordaron que inicialmente la pandemia había propiciado un aumento en la aversión al riesgo, un deterioro en las condiciones financieras y una recomposición de portafolios. **Uno** señaló que, a pesar de la reciente mejoría, diversos analistas han alertado sobre una posible sobrevaluación del mercado accionario y que algunos estudios indican un aumento en la tasa de incumplimiento de bonos de alto rendimiento.

La mayoría mencionó que los mercados financieros de economías emergentes también presentaron un comportamiento positivo. No obstante, destacó que los mercados de renta variable siguen mostrando salidas, lo que en opinión de un miembro denota un persistente sentimiento de aversión al riesgo. Algunos comentaron que se registraron flujos de entrada en instrumentos de renta fija. Sin embargo, **uno** consideró que persiste debilidad en la demanda por dichos instrumentos, así como fragilidad y poca profundidad en los mercados financieros de las economías emergentes, los cuales han resentido la importante contracción económica, así como la caída de los precios de materias primas y otros ingresos del exterior. Resaltó que durante el periodo de mayor incertidumbre, en estas economías se registraron presiones sobre el tipo de cambio y las tasas de interés, aumentos en las primas de riesgo, caídas en los índices accionarios y salidas de capitales. Añadió que las calificadoras revisaron a la baja a múltiples emisores soberanos y empresas, exacerbando de manera pro-cíclica el choque financiero y el proceso de aversión al riesgo. **Otro** mencionó que el ámbito fiscal en economías emergentes continúa siendo un factor de riesgo, ya que se espera un deterioro tanto en los balances así como en la razón deuda a PIB, debido a la presión presupuestaria de los programas de estímulo y a una menor actividad económica.

La mayoría mencionó que las condiciones financieras globales seguirán sujetas a la evolución y a los efectos de la pandemia, por lo que es previsible que el entorno de

incertidumbre persista. Uno notó que la dinámica de contagio asociada a la pandemia puede deteriorarse y afectar nuevamente a la actividad y a los mercados, impactando la solvencia de empresas y hogares y a los intermediarios financieros menos sólidos.

Actividad Económica en México

Todos hicieron referencia al severo deterioro de la actividad económica en México. La mayoría señaló que esta tuvo una importante contracción en el primer trimestre del año y que la información disponible indica que las afectaciones derivadas de la pandemia se exacerbaron en abril. Algunos comentaron que se estima una caída importante en el segundo trimestre. **Uno** indicó que esta sería más profunda de lo previsto, ya que en virtud de la duración de la pandemia, la reapertura económica ha sido más gradual a lo anticipado. Consideró que si bien la limitada información disponible y la elevada incertidumbre dificultan un análisis preciso del comportamiento reciente de la actividad económica, diversos indicadores registran una menor contracción a principios de mayo o incluso una leve recuperación, aunque desde niveles muy bajos, principalmente por la reapertura gradual de la economía.

La mayoría señaló que las medidas de confinamiento han afectado a la demanda agregada. Uno comentó que al cierre del primer trimestre el consumo y la inversión se contrajeron 1.2 y 9.5%, respectivamente. Añadió que se estima que estos hayan continuado disminuyendo como resultado de la incertidumbre y de la fuerte pérdida de empleo.

La mayoría resaltó que diversos indicadores que mostraron un descenso en abril, como las ventas de la ANTAD, las ventas de vehículos ligeros y el consumo de gasolina, mostraron cierta mejoría en mayo. Uno agregó que en este último mes, el gasto en tarjetas de crédito registró una caída anual de 34%. En cuanto a la demanda externa, **algunos** indicaron que en abril las importaciones y exportaciones se redujeron significativamente. **Uno** detalló que las exportaciones automotrices disminuyeron 79%.

Por el lado de la oferta, la mayoría señaló que en abril la producción industrial presentó una contracción anual de 29.6%, reflejando disrupciones en las cadenas globales de valor y paros en la producción. Algunos apuntaron que la

producción manufacturera y la construcción disminuyeron 35 y 38% en términos anuales, respectivamente, y resaltaron la debilidad del sector servicios. **Uno** destacó la contracción de los servicios de esparcimiento, alojamiento y preparación de alimentos.

En relación con el mercado laboral, la mayoría destacó la significativa reducción en las cifras de empleo. Señaló que con información del INEGI, al considerar a la población formal e informal, la pérdida de empleos llegó a 12.5 millones en abril. Uno puntualizó que de estos, más de 10 millones corresponden al sector informal y que la mayoría de los empleos perdidos eran de ingresos de dos salarios mínimos o menos, lo que evidencia que la población más vulnerable se ha visto particularmente afectada. **Algunos** señalaron que en los primeros cinco meses del año, se perdieron cerca de un millón de puestos de trabajo registrados en el IMSS. **Uno** agregó que los retiros por desempleo de las cuentas individuales de las Afores alcanzaron su máximo histórico. **Otro** agregó que según la Encuesta Telefónica de Ocupación y Empleo del INEGI, la tasa de desocupación nacional se sitúa en 4.7%.

La mayoría resaltó el incremento en el número de trabajadores subempleados, así como en la población no económicamente activa pero disponible para trabajar. Uno opinó que la menor participación laboral explica, parcialmente, porqué la tasa de desempleo no aumentó tanto. **Otro** puntualizó que si se contempla a aquellos considerados como “disponibles” para trabajar como parte de la población económicamente activa, la tasa de desempleo “encubierto” sería de 25.4% de la fuerza laboral. Agregó que al incluir también a los trabajadores subempleados, se llegaría a un valor de 50.6% para el indicador conocido como brecha laboral. **Uno** subrayó que el número de trabajadores ya sea desocupados, disponibles para trabajar o subempleados, aumentó en más de 20 millones entre marzo y abril. **Otro** argumentó que al considerar el número de establecimientos que han cerrado permanentemente, a partir de los que se han dado de baja del IMSS, puede concluirse que buena parte del desempleo actual es permanente, ya que no se trata de puestos de trabajo que podrán recobrase durante la recuperación de la economía.

La mayoría afirmó que si bien la reapertura de algunos sectores y regiones en mayo y junio propiciará cierta recuperación económica, la afectación ha sido considerable y persiste incertidumbre. Agregó que los indicadores de pedidos manufactureros y de confianza

empresarial y de los consumidores se encuentran en niveles bajos. Uno indicó que la entrada en vigor del T-MEC y la recuperación anticipada de la economía estadounidense deberían apoyar a la inversión, pero que esto difícilmente será suficiente para llevarla a los niveles que se requieren, en virtud de la percepción del sector empresarial de un deterioro importante del ambiente para los negocios. Aseveró que en los próximos meses es difícil anticipar un apoyo significativo de la inversión a la recuperación económica. Otro comentó que espera que la actividad económica mejore paulatinamente en la segunda parte del año conforme avance el control de la pandemia y la reapertura de la economía.

Todos resaltaron que las perspectivas de crecimiento se han deteriorado. La mayoría señaló que para 2020 hay proyecciones de una contracción de hasta dos dígitos. Algunos puntualizaron que el FMI ajustó recientemente su pronóstico de -6.6 a -10.5%. Uno añadió que el consenso de los pronósticos de analistas se ajustó de -7.5 a -8.3%. Otro subrayó que persiste una amplia dispersión en las proyecciones, reflejo de la alta incertidumbre, y que las revisiones a la baja para 2020, no han sido compensadas por el correspondiente ajuste al alza de las expectativas para 2021, que apuntan a una recuperación modesta. Uno opinó que se está observando una recesión muy profunda, con una recuperación lenta y complicada en forma de “U” como consecuencia del severo deterioro de la inversión y el consumo. Agregó que ante la posibilidad de un segundo brote del COVID-19, o que las medidas sanitarias y económicas simplemente no sean de suficiente alcance, ha aumentado el riesgo de una recuperación económica en forma de “W”. Otro apuntó que la duración y profundidad de la contracción económica depende de la suspensión de actividades decretada por las autoridades y por las restricciones auto-impuestas por los agentes productivos, lo que a su vez dependerá de los avances en el desarrollo de una terapia o vacuna contra el virus.

La mayoría coincidió en que el balance de riesgos para el crecimiento se mantiene significativamente sesgado a la baja. Destacó el riesgo de un nuevo brote del COVID-19. Uno alertó que ello podría ocasionar problemas financieros y de solvencia. Algunos resaltaron el riesgo de que las medidas sanitarias para la contención de la epidemia no sean suficientes. Uno indicó que en México se ha observado una elevada tasa de contagio. Otro notó que las estimaciones

sobre la fecha en que la crisis sanitaria llegará a su máximo en el país se han venido postergando, lo que combinado con la experiencia de otros países sugiere que el riesgo de nuevos brotes una vez que el proceso de reapertura económica se profundice es elevado. Por otra parte, algunos comentaron sobre la falta de un enfoque de política balanceado, particularmente en el frente fiscal, para impulsar la recuperación. Uno subrayó que las potenciales implicaciones para el aparato productivo pueden incidir de manera prolongada en los niveles de empleo y consumo.

La mayoría coincidió en que la holgura de la economía se ha ampliado significativamente. Algunos agregaron que la reciente disminución en los pronósticos de crecimiento permite prever que la brecha del producto continuará ampliándose en terreno negativo. Uno destacó que la brecha del producto se encuentra en niveles no registrados desde la crisis financiera de 2008-2009.

Inflación en México

La mayoría mencionó que la inflación general anual aumentó de 2.15 a 3.17% entre abril y la primera quincena de junio, como resultado de incrementos tanto del componente no subyacente como del subyacente. Coincidió en que el comportamiento reciente de la inflación se asocia a los choques de demanda y de oferta derivados de la pandemia. Algunos comentaron que la debilidad de la demanda interna se ha reflejado en menores variaciones de precios de diversos bienes y servicios. Uno puntualizó que desde hace meses se observa una inflación general no muy alejada de la meta, determinada principalmente por fluctuaciones provenientes del componente no subyacente, ya que la inflación subyacente no ha cedido. Otro recordó que la inflación general se ubicó por debajo del objetivo por segundo mes consecutivo en mayo. Uno apuntó que los choques referidos han provocado una recomposición en los precios relativos que ha conducido a aumentos en los precios de los alimentos, en perjuicio de los hogares más vulnerables, fenómeno que no se refleja adecuadamente en el INPC dados los ponderadores empleados en su medición.

Profundizando en la evolución de la inflación no subyacente, la mayoría destacó la contracción en términos anuales de los precios de los energéticos, si bien algunos mencionaron que estos aumentaron recientemente. La mayoría notó el incremento en los precios de frutas y verduras. Uno señaló que este aumento se debe a un efecto

de base de comparación y a factores transitorios. Consideró que el efecto de los bajos precios de los energéticos prevalece sobre el repunte en los precios de frutas y verduras.

En lo referente a la inflación subyacente, la mayoría resaltó el aumento en los precios de las mercancías alimenticias, por posibles problemas de suministro y por una reasignación en el gasto de los hogares ante la emergencia sanitaria.

Algunos destacaron que la inflación subyacente se mantiene en niveles elevados. **Uno** consideró que la persistencia de este componente, a pesar de la contracción económica y de los mayores niveles de holgura, sugiere que los aumentos en algunos rubros como las mercancías alimenticias, han predominado sobre las reducciones observadas en las no alimenticias y en los servicios. **Otro** señaló que el distanciamiento social está interrumpiendo la prestación de diversos servicios, cuyas variaciones de precios están disminuyendo. **Uno** indicó que tres de los cinco grandes componentes de la inflación subyacente registraron variaciones anuales menores a 3% en la primera quincena de junio: vivienda, mercancías no alimenticias y servicios distintos a la educación y la vivienda. Agregó que la educación registró una inflación anual por arriba de la meta de inflación, lo cual se explica por el hecho de que sus precios se tiendan a fijar en agosto, por lo que hasta ese mes se podrá observar un ajuste en dicho indicador. Consideró que el único componente con un comportamiento realmente desfavorable, es el correspondiente a las mercancías alimenticias, que ha aumentado por una reasignación en el gasto de los hogares y interrupciones de oferta en algunos bienes. No obstante, señaló que es posible que al menos parte de estos efectos desaparezca al normalizarse el consumo y abasto de dichas mercancías.

La mayoría señaló que las expectativas para la inflación general al cierre de 2020 siguen ubicadas en niveles cercanos al objetivo, y que las de mediano y largo plazos se han mantenido relativamente estables, si bien en niveles superiores al 3%. Uno especificó que las expectativas de la inflación general para 2020 aumentaron de 2.90 en abril a 3.07% en mayo. **Otro** agregó que las expectativas de la inflación subyacente de mediano y largo plazos también se ubican cerca de 3.5%. Destacó que sorprende que las expectativas de este subíndice para los próximos cinco a ocho años hayan aumentado hasta dicho nivel en el curso de este año, lo que sugiere el riesgo de un desanclaje de las mismas. Apuntó que si bien no coincide con estas proyecciones, estas revelan la

incertidumbre que prevalece sobre el comportamiento de la inflación y, particularmente, el potencial de nuevos choques sobre los precios, así como el riesgo de presiones sobre el tipo de cambio, ya sea por factores derivados del entorno externo o del interno. **Uno** detalló que las expectativas de inflación, tanto las que provienen de encuestas como las derivadas de instrumentos de mercado, aumentaron ligeramente después de la publicación de la última decisión de política monetaria y del más reciente Informe Trimestral. Por ello, argumentó, es importante procurar que la comunicación del Instituto Central no valide perspectivas pesimistas sobre la economía, ya que ello afecta la percepción de los agentes privados.

En lo referente a la trayectoria esperada para la inflación, **otro** señaló que en el escenario central se prevé que se ubique alrededor de la meta en el horizonte en el que opera la política monetaria. Agregó que en caso de mantenerse el buen comportamiento de los mercados financieros globales y nacionales, y del tipo de cambio, ello contribuiría a una trayectoria ligeramente menor que la anunciada en el último Informe Trimestral. **Uno** apuntó que la inflación anual se ubicaría en niveles cercanos, o incluso menores a la meta en lo que resta de 2020. Indicó que a ello contribuirían los precios bajos del petróleo, la debilidad de la demanda agregada, un tipo de cambio estable y un bajo traspaso. De igual forma, **otro** mencionó que la inflación general presenta una disminución importante desde el año pasado y las expectativas de inflación de corto plazo se sitúan en alrededor de 3% al fin del año, fundamentalmente motivadas por la ampliación negativa en la brecha de producto. **Uno** consideró que no es previsible que la inflación general converja a la meta durante el resto del año ni principios del siguiente dado el posible comportamiento de la inflación no subyacente. Agregó que en ausencia de choques adicionales, la inflación subyacente sí debería empezar a reflejar en dicho lapso el impacto de la amplia brecha negativa del producto. Apuntó que es razonable anticipar que la inflación general converja a la meta durante el segundo semestre de 2021, si bien las expectativas de inflación muestran que los analistas no incorporan dicho escenario.

En cuanto a los riesgos para la inflación, **algunos** destacaron las presiones a la baja derivadas de un efecto mayor al previsto de la ampliación de la brecha negativa del producto y de menores presiones inflacionarias a nivel global. Como riesgos al alza, **algunos** mencionaron episodios adicionales de depreciación cambiaria, así como problemas

logísticos y de suministro de algunos bienes y servicios. **Uno** agregó la posibilidad de que los aumentos en los costos laborales en meses previos tengan un impacto en la inflación. Apuntó que a pesar de que la inflación se mantiene en niveles bajos, hay presiones al alza en rubros que afectan a los hogares de menores ingresos. Además, resaltó que la incertidumbre se agrava por problemas de medición derivados de los efectos del confinamiento. Comentó que las dificultades en el levantamiento de precios pueden implicar problemas de comparabilidad en indicadores y menor calidad de la información.

La mayoría indicó que el balance de riesgos para la inflación se mantiene incierto. Al respecto, **uno** señaló que los choques de oferta y de demanda que se enfrentan se transmiten al proceso de formación de precios mediante diversos canales que generan presiones tanto al alza como a la baja, por lo que el efecto neto es incierto. **Otro** enfatizó que la economía mundial y la nacional siguen presentando perspectivas inciertas y sujetas a episodios de alta volatilidad. En este sentido, consideró que el balance de riesgos para la inflación respecto a la actualización de sus perspectivas se mantiene incierto. Mencionó que el resultado final entre los factores que pudieran presionar a la inflación a la baja o al alza dependerá de la intensidad de cada uno de sus efectos, en un entorno de debilidad económica profunda tanto global como nacional. Añadió que si el choque financiero se mantiene contenido, en un horizonte de mayor plazo podrían predominar los efectos de la significativa ampliación de la brecha negativa del producto. **Otro** opinó que, ante la incertidumbre en torno a la evolución de la pandemia y de la actividad económica, y ante presiones en ambos sentidos sobre los precios, las presiones a la baja para la inflación prevalecen sobre aquellas al alza y que es muy probable que así lo sigan haciendo.

Entorno Macrofinanciero

La mayoría notó que desde la última decisión de política monetaria se ha observado un mejor desempeño de los mercados financieros nacionales. **Algunos** destacaron que ello obedeció, en parte, a las medidas adoptadas por el Banco de México. **Uno** mencionó que también han contribuido de manera destacada factores externos, especialmente un mayor optimismo con respecto al desempeño de las economías avanzadas ante la reanudación gradual de sus actividades productivas. **La mayoría señaló que el peso se apreció y que las tasas de interés de valores gubernamentales**

han disminuido moderadamente, especialmente en sus segmentos de corto plazo. **Algunos** agregaron que el riesgo soberano continuó ajustándose a la baja y que el mercado bursátil mostró una mejoría.

No obstante, la mayoría notó que los riesgos persisten y que las salidas de capital han continuado, aunque a un menor ritmo con respecto a lo observado hace unas semanas. **Algunos** puntualizaron que los datos acumulados indican salidas superiores a 13 mil millones de dólares en renta fija. Al respecto, **uno** destacó que el total de valores gubernamentales en poder de no residentes actualmente asciende a alrededor de 90 mil millones de dólares. **Otro** añadió que los datos acumulados en el año muestran un flujo nulo en el caso de instrumentos de renta variable. **Algunos** advirtieron que las condiciones de operación siguen deterioradas en el mercado cambiario y en los de renta fija. **Uno** sostuvo que el peso mexicano continúa ubicándose entre las divisas de economías emergentes con mayor depreciación anual y que el saldo de la posición cambiaria neta siguió ampliándose en terreno negativo. Comentó que el empinamiento de la curva de rendimientos sugiere que las preocupaciones por factores idiosincráticos continúan. En cuanto a los riesgos para los mercados financieros nacionales, **algunos** destacaron los desafíos que persisten sobre la situación de Pemex y las finanzas públicas, así como el debilitamiento institucional. En lo externo, **uno** mencionó que destacan los riesgos derivados de la pandemia, de la relación entre Estados Unidos, China y otros países, y de las elecciones presidenciales en Estados Unidos.

La mayoría resaltó que, en este entorno adverso, 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. **Uno** agregó que es necesario mitigar los choques adversos que enfrenta la economía a fin de contener las afectaciones en el empleo y preservar la capacidad productiva. Ello, en un marco que mantenga la sostenibilidad de las finanzas públicas, una inflación baja y estable, así como un sistema financiero sólido y bien capitalizado.

Algunos notaron que en abril los ingresos presupuestarios estuvieron por debajo de lo programado y que se espera que, aun después de considerar el uso del FEIP y otros ingresos

extraordinarios, las finanzas públicas muestren un deterioro importante durante el año. En particular, **uno** destacó que se estima que el faltante por ingresos petroleros incluyendo coberturas y tributarios sin IEPS al cierre de 2020, sea de entre 2.2 y 3.0% del PIB. Mencionó que estos faltantes se compensarían parcialmente con el uso de ingresos no recurrentes provenientes del FEIP y de la recuperación de activos financieros de fondos y fideicomisos.

La mayoría mostró preocupación por la situación de Pemex. En particular, **uno** advirtió que el faltante de ingresos públicos podría ampliarse ante necesidades adicionales de capitalización para esta empresa, como consecuencia de sus problemas financieros, de la pronunciada caída en sus ventas y de la continuación de proyectos no rentables, en los que la carga financiera y el riesgo se concentran en el Gobierno Federal. **Otro** destacó que se ha acentuado la necesidad de diseñar una solución de largo plazo a los problemas de Pemex. Agregó que, en ausencia de medidas concretas en esta dirección, así como en general para fortalecer de manera permanente los ingresos gubernamentales, no sería conveniente buscar un mayor apoyo de la política fiscal para hacer frente a la pandemia, tomando en cuenta la anticipada merma de los recursos del FEIP y el consecuente incremento de la vulnerabilidad de las finanzas públicas. Si bien reconoció que también existe la opción de una reorientación importante del gasto público, consideró que no se percibe apoyo para realizar ajustes de esta naturaleza.

Con respecto a las revisiones a la calificación soberana y posibles reducciones adicionales, **uno** advirtió que estas se han traducido en un apretamiento en las condiciones financieras para el gobierno y las empresas. Sostuvo que las colocaciones de deuda corporativa observadas recientemente continúan siendo insuficientes para refinanciar la totalidad de los vencimientos de corto plazo que se han presentado en el año, por lo que las empresas han recurrido a la banca comercial. Expresó que aun cuando los canales de crédito continúan funcionando ordenadamente y sin presentar señales de alarma, ha aumentado la morosidad de las carteras de consumo y empresarial en el segmento de Pymes. Mencionó que de acuerdo al último Reporte de Estabilidad Financiera, al inicio de la pandemia el sistema bancario en su conjunto se encontraba en una posición sólida, pero algunas instituciones de menor tamaño podrían enfrentar problemas. Agregó que, sin un decidido apoyo fiscal, la situación de empresas y hogares podría deteriorarse rápidamente, independientemente de la

disponibilidad de los recursos financieros y del nivel de tasas.

Al analizar la situación macroeconómica de mayor plazo, **otro** expresó que las perspectivas para la inversión, elemento fundamental del crecimiento potencial de la economía, son preocupantes. Advirtió que la inversión ha mostrado una tendencia a la baja desde mediados de 2018, ubicándose en la actualidad en niveles similares a los de principios de 2011. Mencionó que, si bien la pandemia influyó recientemente en este comportamiento, los principales determinantes han sido la situación de las finanzas públicas y un entorno que es considerado por el sector empresarial como poco propicio para la inversión privada. Resaltó que México dejó de formar parte, por primera vez desde 2011, de la lista de los 25 principales destinos para la inversión extranjera en una encuesta llevada a cabo por una empresa consultora. Destacó la continua preocupación del sector empresarial por el Estado de derecho, la inseguridad, el deterioro del marco institucional y la orientación de algunas políticas públicas, entre otros aspectos.

Política Monetaria

Considerando los riesgos para la inflación, la actividad económica y los mercados financieros, y con base en los escenarios previstos y el espacio que en balance 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%.

Uno señaló que los retos que enfrenta la política monetaria tienen dos dimensiones: la profunda contracción económica asociada a la pandemia y sus efectos sobre la inflación, y las repercusiones del choque financiero de aversión al riesgo global sobre el tipo de cambio y los portafolios de inversión. Ello considerando que los mercados financieros nacionales están muy integrados a los internacionales, donde el peso mexicano es de las pocas monedas de economías emergentes plenamente convertible y en cuyo mercado el 80% de su volumen se intercambia entre no residentes, lo que implica costos operativos bajos por tener posiciones cortas o largas en pesos. Destacó que, en la medida que los factores de riesgo global disminuyan en importancia relativa, volverán a ganar relevancia elementos idiosincráticos como la fortaleza económica y financiera, las perspectivas de crecimiento y mantenerse como un destino atractivo para la inversión, para evitar ajustes abruptos a los portafolios. En este contexto, argumentó que la determinación de la postura de política monetaria

debe considerar tanto la posición cíclica de la economía y su influencia sobre la inflación, como las condiciones financieras que se requieren para la estabilidad macroeconómica, un ajuste ordenado en los mercados financieros y en el sistema financiero. Agregó que, considerando que el choque financiero y el de actividad económica operan en diferentes horizontes, es importante mitigar de la mejor manera posible el choque financiero, a fin de poder contar con un mayor margen de maniobra para hacer frente a los efectos del choque sobre la actividad económica. Comentó que en la medida en que se logre un ajuste ordenado en los mercados financieros, podrá mantenerse un proceso inflacionario interno en sintonía con la tendencia hacia una menor inflación global.

En cuanto a los determinantes de los flujos de capital a las economías emergentes, **algunos** señalaron que en la medida en que disminuya la aversión al riesgo global los factores idiosincráticos podrían ganar relevancia. Argumentaron que en este contexto el diferencial entre las tasas de interés internas y externas podría adquirir una mayor importancia para compensar los riesgos idiosincráticos y evitar flujos netos de capitales hacia el exterior. **Uno** hizo notar que existe evidencia reciente de que esto ya está ocurriendo. **Otro** señaló que un número importante de economías emergentes han reducido su diferencial de tasas de interés en mayor magnitud que México, sin poner en riesgo sus mercados financieros o sus metas inflacionarias. Agregó que existe evidencia que muestra que los flujos de capital también dependen de las expectativas de crecimiento, por lo que en la medida en que una menor tasa de interés contribuya al crecimiento, podría contribuir a mantener o a atraer mayores flujos de capital. Señaló que el incremento en la tenencia de activos de largo plazo por parte de la Reserva Federal implica una disminución de facto de su tasa de interés, por lo que no es necesariamente correcto medir el diferencial de tasas con respecto a la tasa de fondos federales. En este sentido, argumentó que una política monetaria menos restrictiva podría contribuir a reducir el riesgo de una caída económica demasiado profunda, lo cual contribuiría a un mejor desempeño de los mercados financieros. **Uno** apuntó que diversos indicadores muestran que, con las decisiones tomadas en los últimos meses, el diferencial de tasas de interés ajustado por la volatilidad del tipo de cambio con otras economías emergentes se ha estrechado de manera importante. Comentó que esto es importante para una economía tan abierta a los flujos de capital como la mexicana, y en la que su moneda se usa con frecuencia para

cubrir riesgos en otras economías emergentes por su elevada liquidez. Advirtió que esto pone de manifiesto las limitantes de hacer comparaciones directas entre los niveles de las tasas de interés en nuestro país y en otras economías emergentes. Señaló además que, a diferencia de México, en la mayoría de las principales economías emergentes las inflaciones general y subyacente se ubican por debajo de la meta de sus respectivos bancos centrales. Además, destacó que dados los niveles de inflación y la elevada volatilidad del tipo de cambio, este puede tener implicaciones importantes para el cumplimiento de la meta de inflación en México, a pesar del bajo coeficiente de traspaso.

La mayoría consideró que la política monetaria debe seguir incorporando toda la información disponible y considerar el entorno de incertidumbre que persiste. **Algunos** señalaron la necesidad de identificar todos los retos y disyuntivas que enfrenta la política monetaria y considerar un amplio rango de escenarios. **Uno** opinó que ante las revisiones a la baja del crecimiento económico para este año, los mayores niveles de holgura, una moneda más apreciada y la evolución reciente de la inflación, se aprecia cierto espacio para seguir relajando la postura monetaria. Señaló que el reto es cómo administrar dicho espacio. Al respecto, enfatizó que ante la incertidumbre global y local no puede descartarse ningún escenario, ni benigno ni de un deterioro adicional, por lo que la política monetaria debe conducirse con extrema cautela, continuando con un enfoque gradual, dando seguimiento a la nueva información para actualizar los pronósticos y contar con márgenes de maniobra para tomar las acciones conducentes de manera oportuna y prudente. En este contexto, añadió que es indispensable dar seguimiento a los riesgos que prevalecen, algunos de los cuales ya comenzaron a materializarse. Entre los riesgos que deben considerarse, en adición a los mencionados anteriormente, destacó: i) la volatilidad por causas internas o externas, que pudiera afectar el tipo de cambio y su impacto sobre las proyecciones de inflación; ii) la persistencia de la inflación subyacente en niveles altos, a pesar de los mayores niveles de holgura y la incertidumbre sobre el efecto neto de los choques de oferta y demanda y iii) riesgos idiosincráticos, en particular, finanzas públicas débiles para 2020 y 2021 y la vulnerable situación financiera de Pemex, en un contexto en que no se descarta la pérdida de grado de inversión de la calificación soberana. **Otro** consideró que si bien parece haber espacio adicional para reducir la tasa de referencia, es previsible que los riesgos se estén acrecentando y que cualquier movimiento en esta

dirección debe partir de esta premisa. Al respecto, destacó que además de la importante comprensión del diferencial de tasas de interés con otras economías emergentes y la volatilidad a la que está sujeta el peso, es preciso considerar que el balance de riesgos para la inflación es incierto, que las expectativas de inflación de largo plazo siguen por encima de la meta, que la inflación subyacente no cede y que la posibilidad de un desanclaje de las expectativas de largo plazo de este componente ha aumentado.

Uno argumentó que en términos de la postura absoluta, las condiciones de holgura ofrecen espacio para un mayor relajamiento monetario. Opinó que ante una crisis de magnitud sin precedente, una postura monetaria mucho más laxa apoyaría a la débil actividad económica. Agregó que en términos de la postura relativa, las menores primas de riesgo abren la posibilidad de un menor diferencial. Sin embargo, apuntó que este espacio podría enfrentar limitantes en el futuro, debido a que dichas primas podrían estar subestimando los riesgos globales. Añadió que también deben considerarse las posibles afectaciones al marco macrofinanciero en el mediano plazo, resultado del relajamiento monetario necesario en el corto plazo. Subrayó que eventualmente se llegará a una tasa terminal y que una reducción excesiva de la tasa de interés podría desalentar el ahorro interno y externo, que en el país es escaso. En particular, el capital externo ha mostrado, incluso antes del incremento de la aversión al riesgo por la pandemia, un enfriamiento de su entusiasmo por invertir en el país. Enfatizó que una tasa de interés excesivamente baja podría afectar el ahorro bancario, el tipo de cambio y distorsionar los precios de otros activos financieros, lo que en el mediano plazo podría incidir sobre la estabilidad financiera.

Este mismo miembro indicó que el ajuste de tasas de interés dependerá de la evolución de los riesgos, así como del comportamiento del ciclo económico. Añadió que, dadas las perspectivas de la actividad económica, la falta de apoyo fiscal y el sustento frágil de la reducción de la inflación, la estrategia será considerar la información día a día como la mejor guía en el futuro. Argumentó que deben tomarse en cuenta los alcances de la política monetaria y los espacios disponibles para responder a la incertidumbre con sensatez. Dentro de los alcances referidos subrayó la implementación de programas para proveer liquidez, flexibilizar el marco regulatorio, relajar medidas prudenciales y otras herramientas para estabilizar el funcionamiento del sistema financiero. Consideró que por lo pronto la

respuesta a la incertidumbre es continuar con el proceso de relajamiento monetario mediante una reducción de la tasa de referencia en una magnitud y velocidad constante, que pueda ser plenamente anticipada por el mercado.

Otro consideró que, ante una contracción de la actividad económica de la magnitud que se prevé y los retos que ello implica, es necesario que el Banco Central actúe de manera cautelosa pero firme y que use todos los instrumentos que tenga a su alcance. Esto implica que la tasa de interés real pueda llevarse a niveles cercanos a cero o incluso negativos antes de fin de año, ello siempre y cuando la tasa de inflación se mantenga cerca de su objetivo. Indicó que el Banco Central debe estar dispuesto a actuar ante signos de un deterioro significativo en las condiciones económico-financieras y que ello incluye tomar acciones en fechas no calendarizadas.

La mayoría consideró importante continuar implementando las medidas para fortalecer los canales de otorgamiento de crédito, proveer liquidez y promover el sano desarrollo del sistema financiero. Algunos consideraron que dichas medidas podrían ser más efectivas con una tasa de política monetaria más baja. **Uno** señaló que la tasa de referencia tiene un impacto en la actividad económica mediante distintos canales, incluido el canal de crédito. Añadió que en la coyuntura actual, la disponibilidad de crédito es primordial para evitar que empresas solventes quiebren por problemas de liquidez, por lo que las medidas del Banco Central para facilitar el otorgamiento de crédito a pequeñas y medianas empresas son adecuadas. Sin embargo, consideró que si estas no van acompañadas de una tasa de interés suficientemente baja, los agentes económicos no tendrán incentivos para adquirir crédito y su demanda permanecerá limitada. Mencionó que debe evitarse que las acciones del Banco Central en una dimensión (facilidades de crédito), se vean limitadas por las acciones del propio Instituto Central en otra dimensión (tasas de interés). **Otro** añadió que la persistencia del sentimiento de aversión al riesgo y la presión en los mercados financieros señala la necesidad de asegurar adecuados niveles de liquidez en los mercados y condiciones monetarias laxas.

Algunos señalaron la importancia de que el Banco de México se enfoque en cumplir su mandato prioritario. **Uno** señaló que la mejor contribución que la política monetaria puede hacer en la fase de recuperación es cumplir con dicho mandato y así evitar un mayor deterioro en el poder adquisitivo de

los hogares. Mencionó que es necesario que el Instituto Central esté vigilante de las circunstancias que disminuyen el poder adquisitivo de los hogares de menores recursos y que empeoran la severa pérdida de ingreso que padecen las personas sin empleo. **Otro** enfatizó que la mejor contribución que la política monetaria puede hacer al fortalecimiento de las finanzas públicas es concentrarse en el cumplimiento de su mandato, ya que ello propicia disminuciones sostenidas de las tasas de interés a lo largo de la curva de rendimientos y, en última instancia, se promueve el crecimiento económico. Argumentó que en caso de crearse la percepción de que el apoyo a las finanzas públicas forma parte de la función reacción de la política monetaria, los mercados rápidamente lo considerarían como una situación de dominancia fiscal, lo que afectaría la credibilidad del Banco Central y el nivel de las tasas de interés de mediano y largo plazos, con sustanciales efectos negativos para las cuentas fiscales y la economía del país.

Uno consideró que es indispensable que en la comunicación del Banco Central se enfatice la necesidad de mantener una inflación baja, especialmente en los rubros de mayor importancia para la población, como las mercancías alimenticias, y con ello evitar un desanclaje de las expectativas de inflación. **Otro** señaló que el comunicado de política monetaria debe enfatizar que, al tomar en cuenta las nuevas revisiones a la baja de las expectativas de crecimiento, la decisión es congruente con la convergencia de la inflación a la meta en el periodo en que opera la política monetaria. Añadió que debe resaltar que el Banco de México se mantendrá atento a la nueva información para seguir actuando, como hasta ahora lo ha hecho, con oportunidad y cautela.

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. Con base en los escenarios previstos, y considerando el espacio que en balance 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%.

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%.

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.

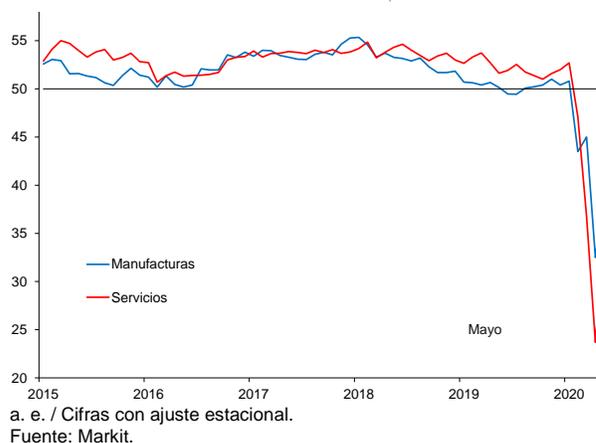
A.1. Condiciones externas

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. La contracción de la actividad económica observada en el primer trimestre del año se profundizó en el segundo, si bien algunos indicadores de diversas economías presentaron cierta mejoría en mayo (Gráfica 1). Las inflaciones general y subyacente en las principales economías avanzadas se ubican por debajo de los objetivos de sus respectivos bancos centrales. En este contexto, las autoridades monetarias han reducido las tasas de interés a niveles históricamente bajos y han utilizado su balance para propiciar un funcionamiento ordenado de los mercados financieros. Asimismo, diversos países han instrumentado importantes medidas de estímulo fiscal para atenuar los efectos adversos en el empleo y en los ingresos de hogares y empresas.

Las expectativas económicas, tanto de diversos organismos internacionales, como de analistas del sector privado, se han vuelto a revisar a la baja, incorporando una mayor contracción de la actividad productiva para 2020, con una recuperación en 2021. Dado que la afectación económica se deriva de la dinámica de la pandemia, dichas previsiones continúan estando sujetas a una elevada incertidumbre. A ello se suman otros factores de riesgo, tales como la posibilidad de una intensificación en los conflictos comerciales y geopolíticos entre algunas de las principales economías, la posibilidad de un deterioro de la situación financiera de hogares, empresas e instituciones financieras y un agravamiento de los conflictos sociales registrados recientemente en diferentes países.

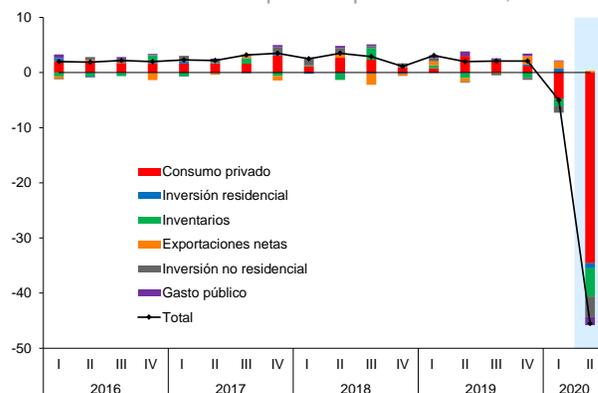
Gráfica 1
Global: Componente de Producción del Índice de Gerentes de Compras
Índice de difusión, a. e.



En Estados Unidos, los indicadores disponibles apuntan a que la caída del PIB se acentuará durante el segundo trimestre del año, reflejando una mayor debilidad del consumo privado y de la inversión de los negocios derivada principalmente de las medidas de confinamiento, cuyos efectos fueron particularmente severos en abril (Gráfica 2). Si bien algunos indicadores de actividad y prospectivos, tales como las ventas al menudeo, la producción industrial y los inicios de casas habitación, mostraron una ligera recuperación en mayo, luego de haberse desplomado en abril, la mayoría se mantiene por debajo de los niveles observados antes de la pandemia.

Gráfica 2
EUA: PIB Real y Componentes

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



En abril, la producción industrial en Estados Unidos registró una caída mensual de 12.5%, la mayor en la historia de este indicador. Lo anterior reflejó el cierre de actividades en la mayoría de los sectores, destacando el paro casi total de operaciones en el sector manufacturero. En mayo, la actividad industrial mejoró marginalmente, registrando un crecimiento mensual de 1.4%, apoyada por un ligero repunte en la actividad manufacturera ante la reapertura gradual de la mayoría de las ramas productivas. Si bien algunos indicadores disponibles a junio, como el Índice de Gerentes de Compras del Sector Manufacturero y los índices de manufacturas de los Bancos de la Reserva Federal de Filadelfia y de Nueva York, sugieren que dicha tendencia de reactivación continuará, se espera que la actividad industrial siga mostrando menores niveles de actividad en el segundo trimestre del año respecto a los observados previo a la pandemia.

Por su parte, si bien en mayo se registró un aumento en la nómina no agrícola y una disminución en la tasa de desempleo en Estados Unidos, el mercado laboral de ese país continuó mostrando un fuerte deterioro. En particular, se reportó una creación de 2.5 millones de plazas en mayo, revirtiendo solo parte de los 22.6 millones de empleos perdidos en marzo y abril. A su vez, la tasa de desempleo se ubicó en 13.3% en mayo, después de registrar un nivel de 14.7% en abril de 2020, cerca de 10 puntos porcentuales por encima del nivel de febrero. En la semana que concluyó el 9 de mayo, las solicitudes vigentes de seguro de desempleo presentaron el nivel máximo desde que empezó su registro en 1967. Si bien estas han ido disminuyendo desde esa fecha, aún se ubican en niveles históricamente elevados.

En la zona del euro, luego de que el crecimiento del PIB se contrajera a una tasa trimestral anualizada y ajustada por estacionalidad de 13.4% en el primer trimestre del año ante las medidas implementadas para evitar la propagación del COVID-19, los indicadores oportunos apuntan a una contracción aún mayor en el segundo trimestre. En particular, los indicadores disponibles a abril, tales como las ventas al menudeo y la producción industrial, mostraron contracciones significativas. No obstante, los indicadores prospectivos disponibles a mayo y junio reflejan una ligera mejoría ante la gradual reapertura de actividades. A pesar de este entorno adverso, la tasa de desempleo aumentó de forma moderada, al pasar de 7.1% en marzo a 7.3% en abril, ubicándose aun en niveles relativamente bajos. Ello se explica, en parte, por la implementación de diversos programas de retención de empleo en la región.

En Japón, en el primer trimestre del año el PIB se contrajo a una tasa trimestral anualizada y ajustada por estacionalidad de 2.2% como resultado del impacto negativo de la pandemia en la demanda interna y externa. Algunos indicadores disponibles a abril y mayo sugieren que el deterioro de la actividad económica podría extenderse al segundo trimestre, incluso ante la normalización gradual de ciertas actividades que se observó hacia finales de mayo. A pesar de ello, la tasa de desempleo sigue ubicándose en niveles bajos, aumentando de 2.5% a 2.6% entre marzo y abril.

En las economías emergentes, la información más reciente indica que el deterioro de la actividad económica se podría agudizar en el segundo trimestre del año, si bien de forma heterogénea entre países. En China, los indicadores de actividad económica de mayo mostraron una recuperación, registrándose incrementos en la producción industrial, un repunte de la inversión fija y una menor contracción de las ventas al menudeo. No obstante, el reciente brote de nuevos casos de coronavirus en la capital de ese país elevó la incertidumbre sobre la posibilidad de que vuelvan a implementarse restricciones a la movilidad que pudieran afectar la actividad económica. Por su parte, la mayoría de las economías de América Latina podrían verse afectadas de manera importante tanto por las restricciones a la actividad productiva con el fin de contener la propagación del COVID-19, como por factores idiosincrásicos, entre los cuales destacan los casos de Argentina y Brasil.

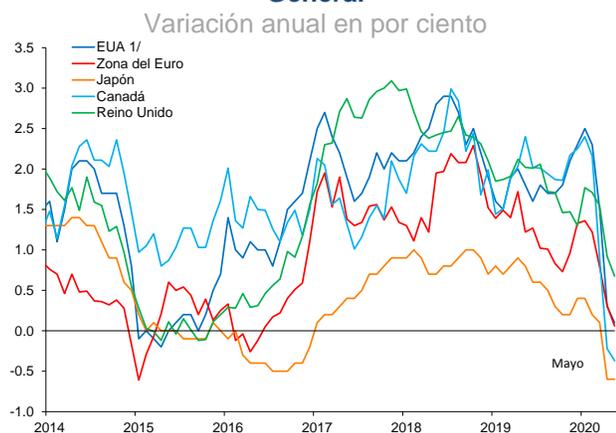
Los precios internacionales de las materias primas registraron un comportamiento al alza desde la última decisión de política monetaria en México, si bien en el año acumulan pérdidas importantes. En particular, los precios del petróleo se han visto apoyados por los recortes a la producción por parte de la OPEP y otros productores. La flexibilización de las medidas de confinamiento en algunos países y la disminución de los inventarios de petróleo en Estados Unidos también han contribuido al aumento de dichos precios. Por su parte, en las últimas semanas los precios de los metales industriales han registrado un incremento ante la reactivación gradual de la producción industrial a nivel global. Finalmente, los precios de los granos mostraron un ligero aumento como resultado de las expectativas de una mayor demanda global y de las restricciones a la exportación de granos que se mantienen en Rusia.

A.1.2. Política monetaria y mercados financieros internacionales

En la mayoría de las economías avanzadas, la inflación general y subyacente siguió disminuyendo ante los bajos precios de la energía y el menor ritmo de actividad económica (Gráfica 3). De esta forma, la inflación en estas economías se mantiene muy por debajo de los objetivos de sus respectivos bancos centrales, ubicándose en algunos casos cercana a cero y, en otros, incluso por debajo de dicho nivel. 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, la inflación general y subyacente también registró menores niveles en abril, reflejando principalmente los efectos de la menor actividad económica. En este entorno, diversos bancos centrales de economías avanzadas y emergentes adoptaron tasas de interés históricamente bajas y han utilizado su balance para promover el buen funcionamiento de los mercados financieros. Hacia delante, las expectativas extraídas de instrumentos de mercado siguen anticipando que los bancos centrales mantendrán una postura de política monetaria altamente acomodaticia (Gráfica 4).

Gráfica 3

Economías Avanzadas Seleccionadas: Inflación General

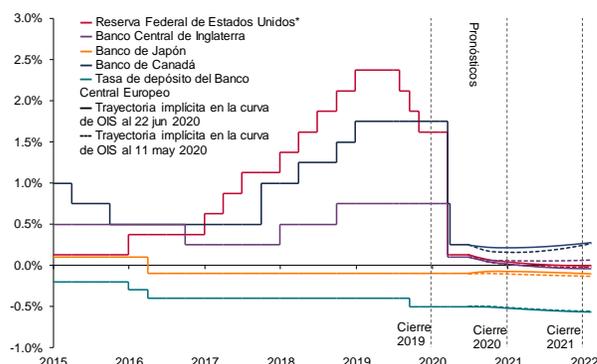


1/ Se refiere al Índice de Precios al Consumidor (CPI).
Fuente: Haver Analytics.

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 junio, 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 y 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. Por otra parte, destacó que, para promover el crédito a hogares y empresas, en los próximos meses incrementará su tenencia de bonos del Tesoro y de bonos respaldados por flujos de hipotecas residenciales y comerciales, en al menos el ritmo actual, para respaldar el buen funcionamiento del mercado. Además, previo a su decisión, anunció una extensión de su Programa de Préstamos “Main Street” con el objetivo de permitir que un mayor número de pequeñas y medianas empresas reciban apoyos. Por su parte, la mediana de las estimaciones de los miembros del Comité Federal de Mercado Abierto (FOMC, por sus siglas en inglés) reflejó la expectativa de una contracción del PIB en 2020 y de un repunte en 2021. Dichas estimaciones anticiparon también menores tasas de inflación general y subyacente y mayores tasas de desempleo para 2020, 2021 y 2022 en comparación con las estimaciones previas publicadas en diciembre de 2019. En este contexto, las medianas de los pronósticos del FOMC sugieren que la tasa de referencia permanecerá sin cambios hasta 2022, destacando que solo dos miembros anticipan un incremento en ese año. En este entorno, tanto las variables de mercado como el consenso de los analistas incorporan que el banco central mantendrá la tasa de referencia sin cambios al cierre de 2020 y 2021.

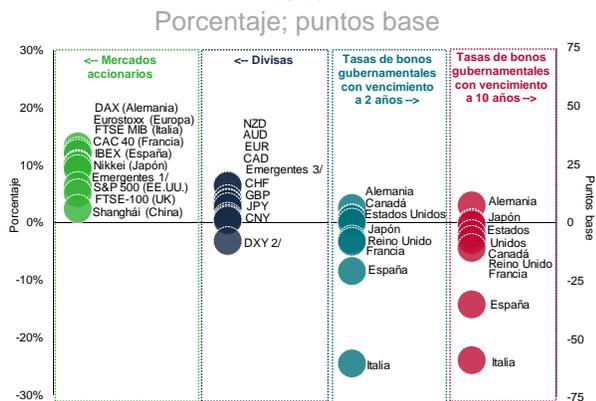
- ii) En su reunión de junio, el Banco Central Europeo no modificó sus tasas de interés de referencia, manteniendo en 0.0, -0.5 y -0.25% las de refinanciamiento, de facilidad de depósito y de préstamo, respectivamente. En dicha reunión, anunció un incremento a su Programa de Compras por Emergencia de Pandemia (PEPP, por sus siglas en inglés), el cual pasó de un monto de 750 mil millones de euros a 1,350 billones de euros, extendiéndolo hasta junio de 2021 o hasta que el Comité considere que la fase de crisis haya terminado. Aunado a lo anterior, señaló que los vencimientos asociados al PEPP serían reinvertidos hasta finales de 2022. Por otro lado, mantuvo sin cambio su programa de compra de activos. Asimismo, reiteró que las tasas de interés se mantendrán en sus niveles actuales o por debajo de estos hasta que la inflación alcance su objetivo simétrico de manera sostenida. Finalmente, destacó que, con las modificaciones a su postura de política monetaria, se promovería el financiamiento bancario al sector privado.
- iii) En su reunión extraordinaria de mayo y en su reunión de junio, 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%. No obstante, como parte de su programa especial para hacer frente a los efectos del coronavirus, en su reunión de mayo anunció la introducción de una medida adicional para proveer fondos a pequeñas y medianas empresas por un monto de hasta 30 billones de yenes. Además, en junio aumentó dos de las facilidades de operaciones especiales al sector corporativo, con lo que estimó que estas ascenderían a 110 billones de yenes (aproximadamente 1 billón de dólares). El gobernador de esa Institución indicó que las tasas de interés pudieran permanecer en los niveles actuales hasta 2023, advirtió que el COVID-19 ha tenido un impacto mayor al anticipado en la economía, y señaló que esa Institución está preparada para ampliar sus acciones en caso de ser necesario.
- iv) El Banco de Inglaterra mantuvo sin cambio su tasa de referencia en 0.10%, al tiempo que anunció un aumento en las compras de bonos gubernamentales por 100 mil millones de libras, llevando el acervo total del programa de compras de activos a 745 miles de millones de libras. Anticipó que este nivel sea alcanzado a finales de año lo que, dada la estabilización en las condiciones de liquidez, implicaría un ritmo de compras menor al que se tuvo en meses previos. Hacia delante, indicó que seguirá monitoreando las condiciones de mercado y que, en caso de ser necesario, tomará medidas adicionales para ayudar a la economía y asegurar el regreso sostenido de la inflación a su objetivo de 2%.
- v) El Banco de Canadá mantuvo sin cambio su tasa de interés de referencia en 0.25% en su reunión de junio. En un contexto en el que las condiciones de financiamiento mejoraron a partir de marzo, dicha

Institución redujo la frecuencia de las operaciones de acuerdos de recompra (repos) y la compra de aceptaciones bancarias. Además, señaló que se mantiene listo para ajustar las características de su programa en caso de que el desarrollo de los mercados financieros lo amerite. Reiteró su compromiso para continuar con sus compras masivas de activos hasta que la recuperación de la actividad económica se encuentre en una senda sostenible. Asimismo, en su comunicado enfatizó que cualquier medida adicional se calibrará para proveer el grado de estímulo monetario necesario para alcanzar la meta de inflación.

En las economías emergentes, desde la última decisión de política monetaria en México diversos bancos centrales anunciaron recortes adicionales en sus tasas de interés de referencia, destacando los casos de Brasil, Colombia, Hungría, Indonesia, Rumania, Sudáfrica y Turquía.

Los mercados financieros internacionales exhibieron un comportamiento positivo en el periodo posterior a la última decisión de política monetaria del Banco de México, en gran medida impulsados por la gradual reapertura de la actividad económica de los principales países avanzados y la publicación de algunas cifras económicas que mostraron una ligera recuperación respecto de los niveles históricamente bajos alcanzados en marzo y abril. Adicionalmente, las medidas de estímulo fiscal, monetario y financiero adoptadas en las economías avanzadas continuaron proveyendo un importante apoyo a los mercados financieros. En este entorno se observó un clima de menor aversión al riesgo y una menor volatilidad en los mercados accionarios, cambiarios y de renta fija. El dólar se debilitó frente a la mayoría de las divisas y los índices accionarios registraron ganancias, mientras que las tasas de interés de bonos gubernamentales registraron en general movimientos acotados (Gráfica 5). No obstante, desde mediados de junio, los mercados financieros volvieron a registrar volatilidad ante la preocupación por una posible segunda ola de contagios —especialmente ante el incremento de nuevos casos en China, Estados Unidos y Japón— y las discusiones de una posible sobrevaluación en los mercados accionarios. En este contexto, las economías emergentes continuaron registrando salidas de capitales, al tiempo que sus monedas presentaron, en su mayoría, apreciaciones frente al dólar y sus mercados accionarios mostraron avances (Gráfica 6).

Gráfica 5
Variación de indicadores financieros seleccionados del 11 de mayo al 22 de junio de 2020



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.

Hacia delante, el comportamiento de los mercados financieros internacionales dependerá, en buen grado, de las medidas implementadas para contener la propagación del COVID-19 y de la capacidad para mitigar los efectos negativos de la pandemia sobre la actividad económica. A lo anterior se suma la persistencia de otros factores de riesgo que podrían provocar nuevos episodios de apretamiento de las condiciones financieras globales, incluyendo las elevadas valuaciones de algunos activos financieros, el incremento en el nivel de deuda de entidades soberanas y corporativas, el resurgimiento de las tensiones políticas entre Estados Unidos y China, y el proceso electoral en los Estados Unidos.

Gráfica 6
Desempeño de Activos de Países Emergentes del 11 de mayo al 22 de junio 2020

Porcentaje, puntos base

Región	País	Divisas	Bolsas	Tasas de Interés 2A	Tasas de Interés 10A	CDS
América Latina	México	5.27%	2.05%	-22	-9	-73
	Brasil	8.72%	22.14%	-5	-71	-51
	Chile	1.03%	5.64%	-14	-30	-17
	Colombia	4.04%	5.19%	-28	-6	-164
	Argentina	-3.61%	6.14%	-239	-70	-396
Europa emergente	Rusia	5.40%	4.43%	-56	-33	-61
	Polonia	5.21%	13.00%	-17	-6	-4
	Turquía	3.12%	16.18%	-86	-127	-148
	Rep. Checa	6.28%	4.74%	8	11	-5
	Hungría	4.48%	6.79%	-27	-5	-6
Asia	Malasia	1.53%	9.04%	-4	24	-37
	India	-0.60%	10.05%	-25	-18	-75
	Filipinas	0.49%	11.42%	2	13	-21
	Tailandia	3.59%	6.49%	16	13	-19
	Indonesia	5.34%	6.54%	-72	-88	-82
África	Sudáfrica	5.93%	8.01%	-35	-55	-111

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.

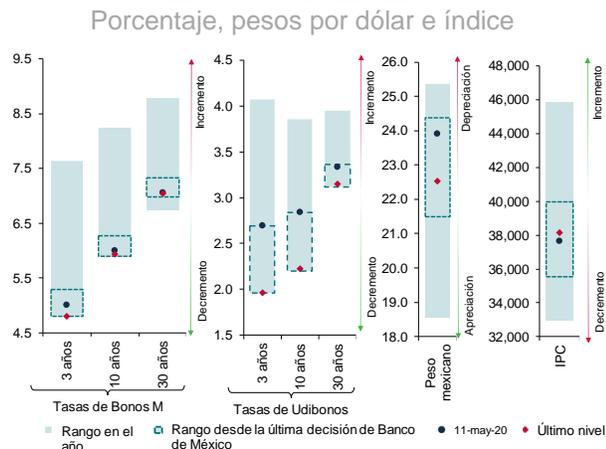
A.2. Evolución de la economía mexicana

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 positivo, en línea con la dinámica observada en los mercados emergentes en general (Gráfica 7). Ello, en un entorno en el cual se observó una disminución en la aversión al riesgo en los mercados financieros ante la desaceleración en los contagios de COVID-19 y el proceso de gradual reapertura de la actividad económica en países desarrollados. No obstante lo anterior, se continúa percibiendo un entorno de elevada incertidumbre y cautela por parte de los inversionistas ante los efectos adversos adicionales que pudieran derivarse de la pandemia y el riesgo de que ocurran rebotes en algunas regiones.

En el caso particular de la cotización de la moneda nacional, esta operó en un rango amplio de entre 21.50 y 24.30 pesos por dólar y mostró una apreciación de 5.27% en el periodo (Gráfica 8). Lo anterior se presentó en un contexto en donde las condiciones de operación, tanto realizadas como prospectivas, exhibió una mejora, si bien continuaron en niveles relativamente deteriorados respecto de los observados en enero.

Gráfica 7
Desempeño y condiciones de operación de mercados mexicanos



Fuente: Elaboración de Banco de México.

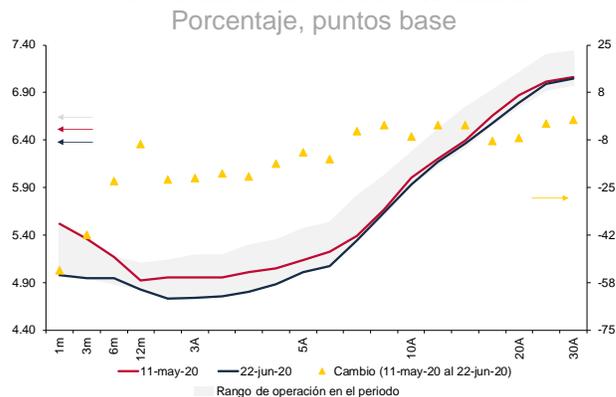
Gráfica 8
Tipo de cambio del peso mexicano con promedios móviles



Fuente: Elaboración de Banco de México

Las tasas de interés de los valores gubernamentales presentaron disminuciones en todos los plazos, destacando que los cambios de mayor magnitud se observaron en la parte corta de la curva de rendimientos (Gráfica 9). Asimismo, la curva de rendimientos de instrumentos a tasa real registró disminuciones en todos los nodos. Cabe destacar que esta dinámica se presentó en un contexto en el que las condiciones de operación mejoraron en el margen.

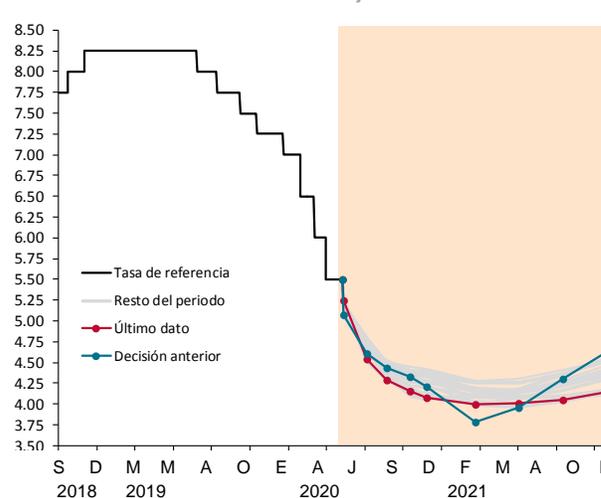
Gráfica 9
Curva de Rendimiento de Valores Gubernamentales a Tasa Nominal



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 descuenta con 60% de probabilidad un recorte de 50 puntos base para la decisión de junio (Gráfica 10). De manera similar, las expectativas de los analistas encuestados por Citibanamex también anticipan 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%, mientras que la mediana de la mencionada encuesta a economistas prevé un nivel de 4.50%.

Gráfica 10
Tasa de Fondo Implícita en la Curva de Swaps de TIIE



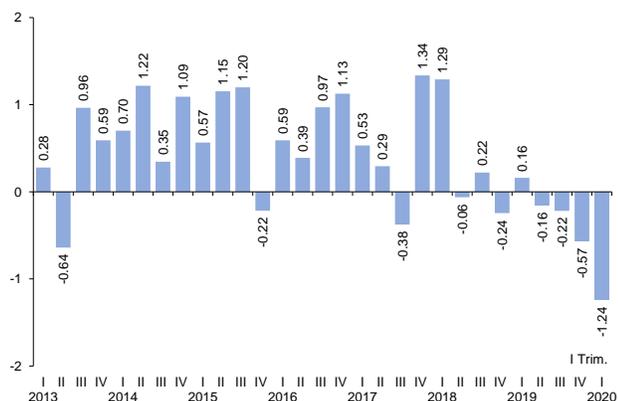
Fuente: Elaboración de Banco de México con datos Bloomberg.

A.2.2. Actividad económica en México

En el primer trimestre de 2020, la actividad productiva presentó una importante contracción, reflejando, en parte, la marcada debilidad de la economía mundial y resintiendo hacia el final del periodo las afectaciones iniciales de las medidas adoptadas en México para contener la propagación de la pandemia del COVID-19 (Gráfica 11). La información disponible indica que las afectaciones ocasionadas por la pandemia se acentuaron en abril. Si bien la reapertura de algunos sectores y regiones en mayo y junio propiciará cierta recuperación en la actividad económica, la afectación ha sido considerable y persiste incertidumbre.

Gráfica 11
Producto Interno Bruto

Variaciones porcentuales trimestrales, a. e.



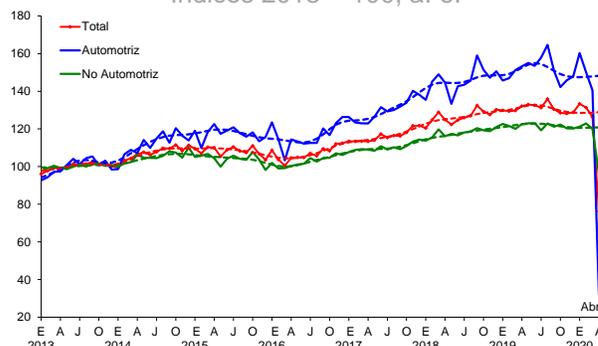
a. e. / Cifras con ajuste estacional.

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

A principios del segundo trimestre de 2020, se presentó una significativa contracción de las exportaciones manufactureras de México, en un contexto en el que tanto México como otros países suspendieron diversas actividades productivas consideradas como no esenciales ante la propagación de la pandemia. Dicha contracción fue resultado de una reducción generalizada en este tipo de exportaciones, tanto a Estados Unidos como al resto del mundo, y sobresale la fuerte reducción de las automotrices (Gráfica 12).

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.

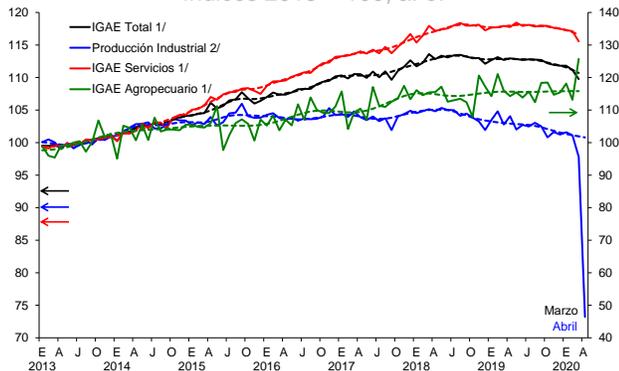
Fuente: Banco de México con base en SAT, SE, Banco de México, INEGI. Balanza Comercial de Mercancías de México. SNIEG. Información de Interés Nacional.

En marzo de 2020, se acentuó considerablemente la trayectoria a la baja del consumo privado que se observó durante el primer bimestre del año. Ello reflejó, principalmente, la contracción del consumo de servicios ante los efectos iniciales de las medidas implementadas para reducir la transmisión interna de la pandemia. La información oportuna sugiere que a principios del segundo trimestre se presentaron notorias afectaciones adicionales sobre este agregado. En particular, en abril las ventas de las industrias manufactureras más relacionadas con el consumo en el mercado nacional mostraron una importante disminución. A su vez, no obstante el avance que se observó en las ventas de vehículos ligeros en mayo, dicho indicador se mantuvo en niveles bajos, luego de la fuerte contracción exhibida en abril. Por su parte, en marzo la inversión fija bruta profundizó significativamente su debilidad. Al interior de dicho indicador, se acentuó la tendencia negativa de la inversión en maquinaria y equipo, en tanto que el gasto en construcción mantuvo un desempeño desfavorable, ubicándose en niveles particularmente bajos. Indicadores relacionados con este agregado, tales como las importaciones de bienes de capital, apuntan a un mayor deterioro de la inversión a principios del segundo trimestre del año.

Por el lado de la producción, a finales del primer trimestre se acentuó la trayectoria descendente de los servicios como resultado del impacto inicial de la pandemia y de las medidas adoptadas para su contención, en tanto que en abril la actividad industrial profundizó de manera significativa su tendencia a la baja, ubicándose en su nivel más bajo desde 1996 (Gráfica 13). El retroceso de las actividades terciarias en marzo se explicó,

principalmente, por las contribuciones negativas de los servicios de alojamiento y de preparación de alimentos y bebidas; de esparcimiento y otros servicios; de transporte e información en medios masivos; del comercio; y de los servicios educativos y de salud. Por su parte, al interior de las actividades secundarias, tanto las manufacturas como la construcción exhibieron fuertes contracciones (Gráfica 14) asociadas, en buena medida, a que la mayor parte de las actividades que componen dichos sectores suspendieron sus actividades durante el mes de referencia al no haber sido consideradas por las autoridades como esenciales. A su vez, la minería volvió a presentar debilidad asociada a la combinación de un importante retroceso en el rubro de minerales metálicos y no metálicos y a una moderada disminución en la extracción de petróleo.

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



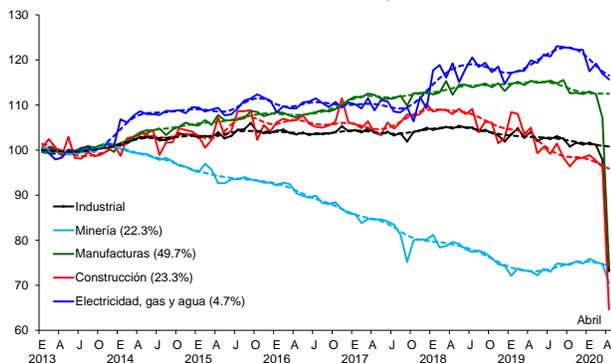
a. e. / Serie con ajuste estacional y serie de tendencia. La primera se representa con la línea sólida y la segunda con la punteada.

1/ Cifras a marzo de 2020.

2/ Cifras a abril 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.



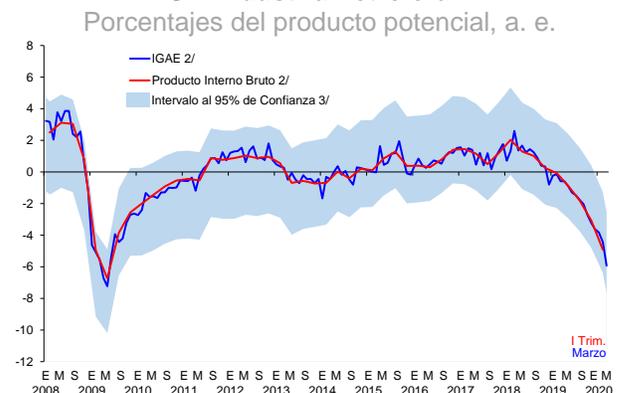
a. e. / Serie con ajuste estacional y serie de tendencia. La primera se representa con la línea sólida y la segunda con la punteada.

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, en el primer trimestre de 2020 las condiciones de holgura se ampliaron (Gráfica 15) y se anticipa que se hayan ampliado aún más en el segundo, con un balance de riesgos para el crecimiento que se mantiene significativamente sesgado a la baja. Por su parte, de acuerdo con los resultados de la Encuesta Telefónica de Ocupación y Empleo (ETOE) en abril se registró una fuerte reducción de la ocupación que se reflejó en una notoria salida de personas de la fuerza laboral y en un importante incremento en la tasa de desocupación (Gráfica 16). La caída de la ocupación fue resultado de una mayor disminución de la ocupación informal que de la formal. Asimismo, en mayo la creación de puestos de trabajo afiliados al IMSS continuó exhibiendo un desempeño negativo, registrando una disminución mensual de 344 mil plazas con cifras originales y acumulando una pérdida de empleo formal de poco más de un millón de plazas en el periodo marzo – mayo. Finalmente, la fuerte caída en la producción resultado de la suspensión temporal de actividades de aquellos sectores manufactureros no considerados como esenciales como medida para contener la propagación interna del COVID-19 en relación con la relativamente menor disminución de las remuneraciones reales totales ocasionó que el costo unitario de la mano de obra en el sector manufacturero repuntara en abril a un nivel muy por encima de los observados desde que inició su medición en 2007 (Gráfica 17).

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.

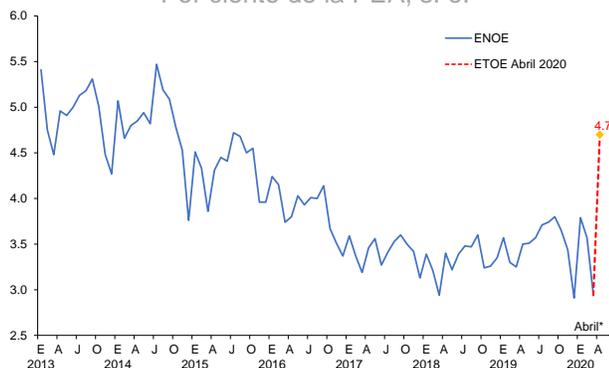
2/ Cifras del PIB al primer trimestre de 2020 y del IGAE a marzo de 2020.

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.

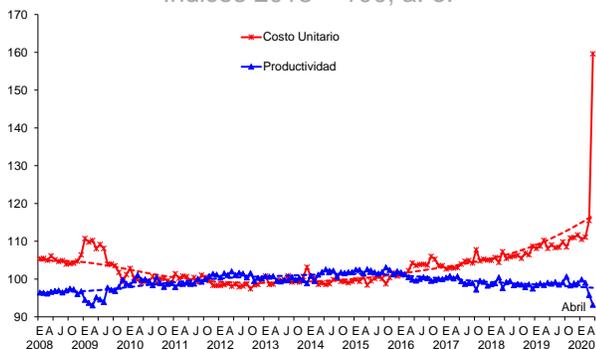
Gráfica 16
Tasa de Desocupación Nacional
Por ciento de la PEA, s. o.



s. o. / Serie original.

*/ La cifra de abril de 2020 corresponde a la publicada por la Encuesta Telefónica de Ocupación y Empleo (ETOE), no es plenamente comparable con los resultados de la ENOE y se presenta únicamente como referencia. Fuente: Elaboración de Banco de México con información de la ENOE hasta marzo de 2020 y la ETOE de abril de 2020.

Gráfica 17
Productividad y Costo Unitario de la Mano de Obra en el Sector Manufacturero ^{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/} Productividad con base en las horas trabajadas.

Fuente: Elaboración de Banco de México a partir de información desestacionalizada de la Encuesta Mensual de la Industria Manufacturera y de los indicadores de la actividad industrial del Sistema de Cuentas Nacionales de México, INEGI.

En abril de 2020, el financiamiento interno a las empresas registró por segundo mes consecutivo un crecimiento a tasa anual, lo que contrasta con lo observado en los primeros meses de este año, periodo que registró una contracción. Así, se observó nuevamente un incremento del crédito bancario a las empresas, particularmente a las de mayor tamaño, si bien dicho aumento fue menor al observado en marzo. Por su parte, en abril se registró una marcada reducción en la actividad del mercado interno de deuda corporativa. En cuanto al crédito a los hogares, el segmento de la vivienda creció a un ritmo similar a marzo, mientras que el del consumo acentuó la contracción que se ha observado desde ese mes. Respecto de las tasas de

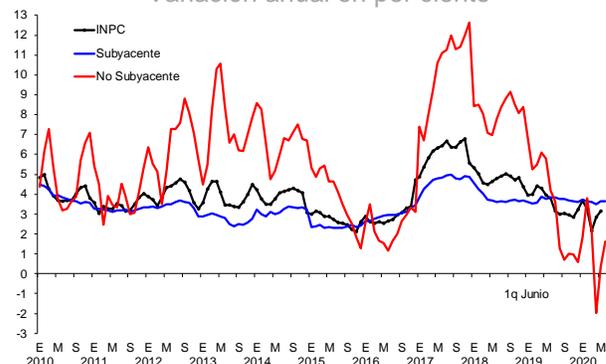
interés, en abril las correspondientes al financiamiento a las empresas se redujeron, acorde con la disminución de la tasa de interés de fondeo bancario, en tanto que, con cifras a marzo, las tasas de interés del crédito a la vivienda disminuyeron. En cuanto a la calidad de la cartera, los índices de morosidad del crédito a las empresas e hipotecario se mantuvieron en niveles bajos, mientras que los correspondientes al consumo se incrementaron por segundo mes consecutivo, aumentando su nivel de por sí elevado.

Como resultado de la contingencia derivada de la pandemia de COVID-19, persiste 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 medidas dirigidas a fortalecer los canales de otorgamiento de crédito para las micro, pequeñas y medianas empresas y personas físicas afectadas por la pandemia. Al respecto, en junio este Instituto Central publicó las reglas de operación aplicables para la provisión de recursos a las instituciones de crédito para canalizar financiamiento a los agentes mencionados.

A.2.3. Comportamiento y perspectivas de la inflación

Entre abril y la primera quincena de junio de 2020, la inflación general anual aumentó de 2.15 a 3.17%, lo cual se explica por un incremento en la incidencia de los componentes no subyacente y subyacente a la inflación general de 88 y 14 puntos base, respectivamente (Gráfica 18 y Cuadro 1).

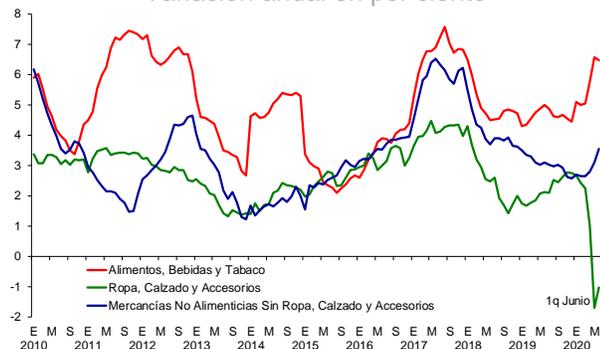
Gráfica 18
Índice Nacional de Precios al Consumidor
Variación anual en por ciento



Fuente: Banco de México e INEGI.

La inflación subyacente anual aumentó de 3.50 a 3.66% entre abril y la primera quincena de junio de 2020, si bien a su interior se observaron presiones tanto al alza, como a la baja, derivadas de los efectos de la crisis sanitaria sobre distintos rubros de gasto. Por una parte, las variaciones anuales de los precios de las mercancías alimenticias se incrementaron de 5.78 a 6.48% en ese lapso, al tiempo que la variación anual del rubro de las mercancías no alimenticias pasó de 2.34 a 2.37%, si bien este rubro sin considerar ropa y calzado aumentó de 2.81 a 3.54% (Gráfica 19). En contraste, se observaron reducciones importantes en los precios de ropa y calzado, de modo que su variación anual pasó de 1.00 a -1.04% entre abril y la primera quincena de junio de 2020. Asimismo, a la inflación anual de los precios de los servicios disminuyó de 2.84 a 2.76% entre los periodos señalados y se ubica en niveles inferiores a los observados antes del inicio de la pandemia, posiblemente como consecuencia de la menor demanda relativa que enfrentan en el contexto de la crisis sanitaria (Gráfica 20).

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



Fuente: Banco de México e INEGI.

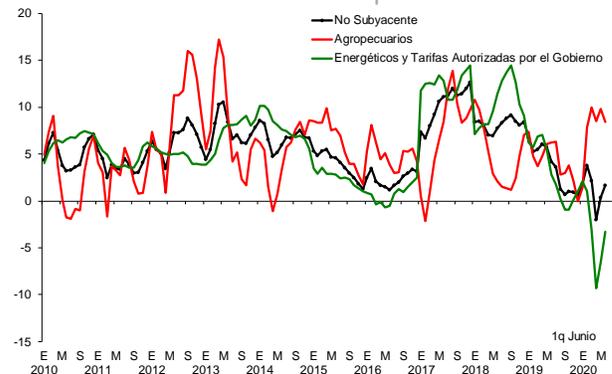
Gráfica 20
Subíndice Subyacente de las Mercancías y Servicios
Variación anual en por ciento



Fuente: Banco de México e INEGI.

Entre abril y la primera quincena de junio de 2020, la inflación no subyacente anual aumentó de -1.96 a 1.63% (Gráfica 21 y Cuadro 1). Este resultado se debió, principalmente, a los incrementos en los precios de los energéticos y de las frutas y verduras, los cuales fueron parcialmente compensados por bajas en los precios de los productos pecuarios.

Gráfica 21
Índice de Precios No Subyacente
Variación anual en por ciento



Fuente: Banco de México e INEGI.

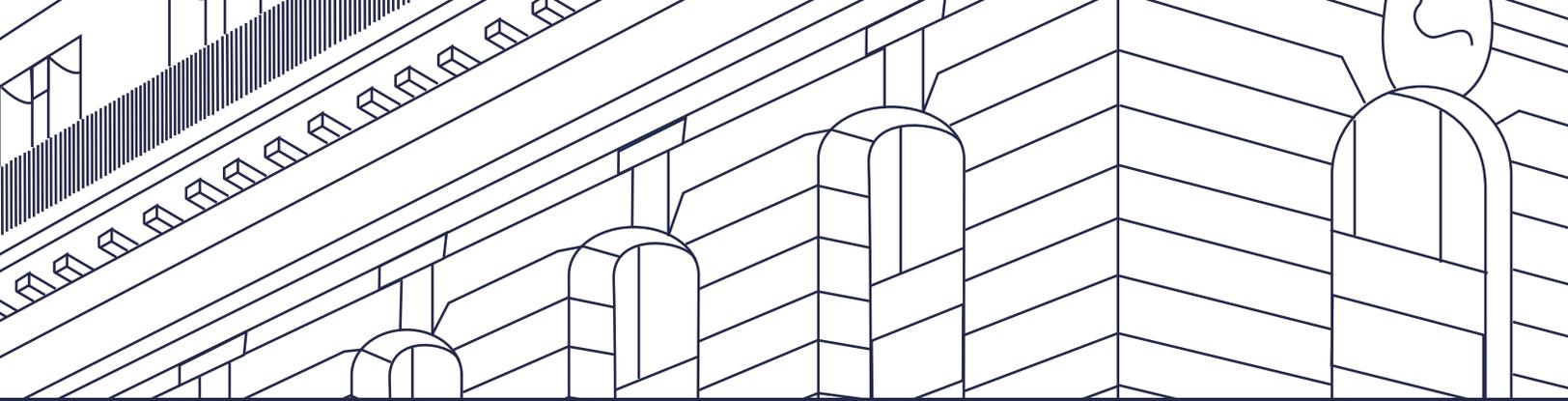
Respecto a las expectativas de inflación provenientes de la encuesta que levanta el Banco de México entre especialistas del sector privado, entre abril y mayo las medianas para la inflación general y subyacente al cierre de 2020 aumentaron de 2.90 a 3.07% y de 3.34 a 3.50%, respectivamente. Por su parte, las medianas correspondientes a la inflación general para el mediano y largo plazos se mantuvieron en 3.50%. Para el componente subyacente, la mediana para el mediano plazo permaneció en 3.50%, mientras que la correspondiente al largo plazo pasó de 3.45 a 3.49%. Finalmente, la compensación por inflación disminuyó entre abril y mayo, si bien continuó mostrando volatilidad, en tanto que, en lo que va de junio, este indicador ha registrado un incremento importante.

En cuanto a los riesgos para la inflación, sobresalen los siguientes. A la baja, un efecto mayor al previsto de la ampliación de la brecha negativa del producto y menores presiones inflacionarias a nivel global. Al alza, episodios adicionales de depreciación del tipo de cambio, así como problemas logísticos y de suministro de algunos bienes y servicios, y mayores costos asociados a la adopción de medidas sanitarias. 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	Abril 2020	Mayo 2020	1q Junio 2020
INPC	2.15	2.84	3.17
Subyacente	3.50	3.64	3.66
Mercancías	4.11	4.30	4.49
Alimentos, Bebidas y Tabaco	5.78	6.58	6.48
Mercancías No Alimenticias	2.34	1.88	2.37
Servicios	2.84	2.93	2.76
Vivienda	2.86	2.67	2.53
Educación (Colegiaturas)	4.57	4.51	4.47
Otros Servicios	2.47	2.83	2.61
No Subyacente	-1.96	0.35	1.63
Agropecuarios	8.52	9.79	8.42
Frutas y Verduras	9.35	17.83	15.28
Pecuarios	7.83	3.36	3.10
Energéticos y Tarifas Aut. por Gobierno	-9.35	-6.51	-3.28
Energéticos	-15.20	-11.34	-6.55
Tarifas Autorizadas por Gobierno	4.81	4.65	4.18

Fuente: INEGI.



BANCO DE MÉXICO®

Documento publicado el 9 de julio de 2020

