



BANCO DE MÉXICO

Informe Trimestral
Enero - Marzo 2020



JUNTA DE GOBIERNO

Gobernador

ALEJANDRO DÍAZ DE LEÓN CARRILLO

Subgobernadores

IRENE ESPINOSA CANTELLANO

GERARDO ESQUIVEL HERNÁNDEZ

JAVIER EDUARDO GUZMÁN CALAFELL

JONATHAN ERNEST HEATH CONSTABLE

En la versión electrónica de este documento se puede obtener la información que permite generar todas las gráficas y tablas que contiene este informe dando click sobre ellas, con excepción de aquella que no es producida ni elaborada por el Banco de México.

El texto completo, el resumen ejecutivo, la presentación ejecutiva y los cuadros correspondientes al presente Informe Trimestral se encuentran disponibles en formato PDF en:

<https://www.banxico.org.mx/publicaciones-y-prensa/informes-trimestrales/informes-trimestrales-precios.html>



El Banco de México difunde todos sus informes y publicaciones periódicas disponibles para su consulta en: <https://www.banxico.org.mx>

INFORME TRIMESTRAL

En este Informe se analiza la inflación, la actividad económica, el comportamiento de otros indicadores económicos del país, así como la ejecución de la política monetaria del trimestre enero – marzo de 2020 y diversas actividades del Banco durante dicho periodo, en el contexto de la situación económica nacional e internacional, para dar cumplimiento a lo dispuesto en el artículo 51, fracción II, de la Ley del Banco de México.

ADVERTENCIA

A menos que se especifique lo contrario, este documento está elaborado con información disponible al 26 de mayo de 2020. Las cifras son de carácter preliminar y están sujetas a revisiones.

CONTENIDO

1.	Introducción.....	1
2.	Entorno Económico y Financiero Prevaliente en el Primer Trimestre de 2020	5
2.1.	Condiciones Externas.....	5
2.1.1.	Actividad Económica Mundial	7
2.1.3.	Precios de las Materias Primas.....	10
2.1.4.	Tendencias de la Inflación en el Exterior.....	10
2.1.6.	Política Monetaria y Mercados Financieros Internacionales	12
2.2.	Evolución de la Economía Mexicana.....	20
2.2.1.	Actividad Económica	20
2.2.2.	Mercado Laboral	35
2.2.2.1.	Condiciones de Financiamiento de la Economía.....	44
2.2.2.2.	Fuentes y Usos de Recursos Financieros de la Economía	44
2.2.3.	Condiciones de Holgura en la Economía	57
2.2.4.	Estabilidad del Sistema Financiero	58
2.2.4.1.	Financiamiento Agregado	58
2.2.4.2.	Solvencia de la Banca Múltiple.....	58
2.2.4.3.	Riesgo de Crédito de la Banca Múltiple	59
2.2.4.4.	Riesgo de Mercado de la Banca Múltiple y Otros Intermediarios.....	60
2.2.4.5.	Riesgos Asociados a Intermediarios Crediticios no Bancarios, Empresas Privadas no Financieras Listadas en la BMV y Otras Emisoras	60
3.	Evolución Reciente de la Inflación	63
3.1.	La Inflación en el Primer Trimestre de 2020.....	63
3.1.1.	La Inflación Subyacente.....	67
3.1.2.	La Inflación No Subyacente	72
3.2.	Índice Nacional de Precios Productor	74
4.	Política Monetaria y Determinantes de la Inflación.....	75
5.	Previsiones y Balance de Riesgos	93
5.1.	Previsiones para la Actividad Económica.....	93
5.2.	Previsiones para la Inflación	96
Anexo 1.	Publicaciones del Banco de México en el Trimestre Enero - Marzo 2020	100

RECUADROS

Recuadro 1. Medidas de Distintas Economías para Enfrentar la Pandemia de COVID-19.....	13
Recuadro 2. Estimación Ex -Ante del Impacto de la Pandemia de COVID-19 sobre la Actividad Económica en México.....	31
Recuadro 3. Empleo Formal ante la Pandemia de COVID-19.....	38
Recuadro 4. El Impacto del Relajamiento Monetario sobre el Costo de Financiamiento de las Empresas.....	51
Recuadro 5. Número de Variedades de Productos Disponibles en Sitios Web de Supermercado en el Contexto de la Pandemia de COVID-19	69
Recuadro 6. Revisiones Recientes a la Calificación Crediticia de México y Pemex.....	76
Recuadro 7. Políticas Económicas Consideradas en México para Enfrentar el Panorama Adverso Generado por la Pandemia de COVID-19	81

1. Introducción

En el periodo que cubre este Informe, el Banco de México ha conducido la política monetaria en un entorno de marcada incertidumbre y choques significativos. Desde finales de febrero del año en curso, el entorno económico y financiero global se ha tornado significativamente adverso y más complejo. Ello debido a los retos y riesgos asociados con la pandemia de COVID-19. En la medida en que esta epidemia se extendió a un mayor número de países, incluyendo México, y se han implementado medidas de confinamiento y distanciamiento social para contener la propagación del virus, se han observado afectaciones sumamente importantes sobre la actividad económica mundial y los mercados financieros internacionales. Ante la magnitud de estas afectaciones y la duración que podrían tener, se ha venido materializando una crisis económica global, la cual no tiene precedente en las últimas décadas debido a algunas de sus características, tales como su origen en un problema sanitario y no en el ciclo económico o financiero, así como por lo súbito del impacto que ha tenido sobre el sector real y su rápida propagación a nivel global. Ello ha tenido y se espera que continúe teniendo repercusiones significativas sobre los mercados financieros, la actividad productiva y el proceso inflacionario en México.

La pandemia de COVID-19 ha afectado considerablemente a la actividad económica mundial. Ello ha dado lugar a revisiones sin precedente de las expectativas económicas, las cuales incorporan una fuerte contracción de la actividad productiva en 2020. Esto a su vez ha propiciado una marcada disminución en los precios de las materias primas, especialmente del petróleo, cuyos precios, ante la expectativa de una menor demanda y la falta de capacidad de almacenamiento, han mostrado reducciones importantes, ello a pesar del acuerdo alcanzado entre productores de disminuir la oferta. La caída en los precios de la energía y la menor demanda como resultado de la pandemia ha resultado en una disminución de la inflación general en la mayoría de las economías, en algunos casos manteniéndose por debajo de los objetivos de sus respectivos bancos centrales. Todo lo anterior ha llevado a diversos bancos centrales a reducir significativamente sus tasas de interés y a

implementar otras medidas extraordinarias para promover el buen funcionamiento de sus sistemas financieros. Asimismo, diversos países han instrumentado medidas de estímulo fiscal para atenuar los efectos adversos en el empleo y en los ingresos de hogares y empresas. Asimismo, los efectos de la pandemia han conducido a un deterioro importante en las condiciones financieras globales, provocando una recomposición de los portafolios de los inversionistas hacia activos de menor riesgo y la mayor contracción de que se tenga registro en la tenencia de activos de economías emergentes, especialmente en instrumentos de renta fija. Las acciones adoptadas por las economías avanzadas para proveer liquidez y restablecer el financiamiento han contribuido para que los mercados financieros internacionales exhiban un comportamiento más estable. No obstante, las condiciones financieras globales seguirán sujetas a las perspectivas sobre los efectos de la pandemia.

Esta compleja coyuntura, a su vez, ha conducido a que la economía nacional enfrente la combinación de distintos choques simultáneos y de magnitud considerable, ocasionados por la pandemia de COVID-19 y las acciones adoptadas para evitar su propagación. En general, es posible distinguir tres principales canales de transmisión:

- i. Choque de oferta. Las medidas para contener la propagación del virus, tales como los paros en la producción manufacturera y en diversos servicios, entre otras, han dado lugar a una reducción de la oferta. En efecto, estos eventos han puesto en riesgo el funcionamiento de las cadenas globales de valor y la provisión de insumos para la producción nacional.
- ii. Choque de demanda. La propagación de la pandemia a nivel internacional ha conducido a que la economía mexicana enfrente una menor demanda externa. Asimismo, las medidas de distanciamiento social implementadas en el país, el temor de contagio de la población y los menores ingresos de empresas y hogares están conduciendo a una contracción de la demanda interna.

- iii. Choque financiero. Ante un incremento considerable en la aversión al riesgo en los mercados financieros internacionales y la caída en los precios del petróleo, la economía mexicana ha enfrentado un choque financiero que propició una importante restricción de financiamiento externo y flujos de salida de capital, aumentos importantes en las tasas de interés y en las primas de riesgo, así como una depreciación significativa del peso.

Profundizando en los efectos del choque financiero sobre los mercados nacionales, a finales de febrero de 2020 el mercado cambiario experimentó un deterioro en sus condiciones de operación y un incremento considerable en su volatilidad. Así, la cotización del peso mexicano registró una considerable depreciación con respecto al dólar estadounidense. Por su parte, las tasas de interés a lo largo de la curva de rendimientos en México y las primas de riesgo aumentaron significativamente. No obstante, en las últimas semanas se ha observado un mejor desempeño de los mercados financieros nacionales, que registraron menores tasas de interés de valores gubernamentales en todos sus plazos, a la vez que el tipo de cambio cotizó en un rango más acotado. Si bien se ha apreciado una ligera mejoría en los mercados financieros nacionales, persisten importantes riesgos para su desempeño. Además, tres agencias redujeron las calificaciones crediticias de la deuda soberana y de Pemex, y dos de ellas ubicaron a esta última por debajo de grado de inversión.

Aunado a lo anterior, los choques referidos ya han tenido repercusiones sobre la actividad productiva y la inflación en México. En efecto, si bien desde inicios de 2020, y previo a la propagación de COVID-19, la actividad económica mantenía el estancamiento observado por varios trimestres, en marzo la producción resintió la marcada debilidad de la economía global y disrupción en las cadenas globales de valor, así como las medidas adoptadas para contener la propagación interna de la pandemia, lo que se reflejó en una importante caída del producto en el primer trimestre del año. Además, se espera que dichas afectaciones sean de mayor magnitud en el segundo trimestre, y que ello se refleje en una importante contracción de los principales

componentes de la demanda agregada, dando lugar a fuertes disminuciones en el empleo.

Entre los principales efectos de la pandemia sobre la inflación, destaca que los precios de los energéticos disminuyeron de manera importante en marzo y exhibieron un descenso incluso mayor en abril, como consecuencia de la notoria caída en las referencias internacionales. Ello ha ejercido una significativa presión a la baja en la inflación no subyacente, si bien más recientemente las referencias internacionales de los energéticos han repuntado, revirtiendo parte de la baja anterior. Además, las medidas de distanciamiento social y de menor movilidad han ocasionado una reducción en algunos de los precios de los servicios. No obstante, ello se ha visto contrarrestado por presiones sobre los precios de ciertos bienes, como alimentos, medicamentos y productos para el hogar, que pudieron haber incrementado su demanda como consecuencia de la crisis sanitaria o que pudieran estar experimentando choques de oferta. De este modo, después de que la inflación subyacente mostrara una ligera reducción a lo largo del año, en la primera quincena de mayo se elevó a 3.76%, en tanto que la inflación general se situó en 2.83% en la misma quincena.

Con respecto a las decisiones de política monetaria, en la reunión de febrero de 2020, el Banco de México redujo la tasa de referencia en 25 puntos base hasta un nivel de 7.0%. Lo anterior considerando los niveles alcanzados por la inflación general, las perspectivas para esta en el horizonte en que opera la política monetaria, la mayor amplitud de las condiciones de holgura de la economía y el comportamiento de las curvas de rendimiento externas e internas. Posteriormente, tomando en cuenta los riesgos mencionados para la inflación, la actividad económica y los mercados financieros derivados de la pandemia de COVID-19, que plantean retos importantes para la política monetaria y la economía en general, la Junta de Gobierno adelantó del 26 al 20 de marzo su decisión de política monetaria. Aunado a lo anterior, tomó una decisión extraordinaria de política monetaria el 21 de abril. En ambas ocasiones disminuyó en 50 puntos base la tasa de referencia. Posteriormente, ante las afectaciones previstas derivadas de la pandemia para la inflación, la actividad productiva y los mercados financieros, y considerando el espacio que en balance estas

otorgan a la política monetaria, en la decisión del 14 de mayo la Junta de Gobierno nuevamente redujo en 50 puntos base la tasa de referencia. Así, el objetivo para la Tasa Interbancaria a un día se ubica actualmente en 5.5%.

Las decisiones de marzo y abril estuvieron acompañadas por el anuncio de medidas adicionales por parte del Instituto Central para promover el funcionamiento ordenado de los mercados financieros, fortalecer los canales de otorgamiento de crédito y proveer liquidez para el sano desarrollo del sistema financiero. En general, estas medidas se presentan en cuatro grupos: a) aquellas enfocadas en proveer liquidez y restablecer condiciones de operación en el mercado de dinero; b) aquellas que buscan promover un comportamiento ordenado en los mercados de valores gubernamentales y de valores corporativos; c) aquellas dirigidas a fortalecer los canales de crédito en la economía; y d) en cumplimiento a las decisiones de la Comisión de Cambios, aquellas para procurar un comportamiento ordenado del mercado cambiario. En la sección de política monetaria de este Informe se describen los objetivos de estas medidas, mientras que la descripción detallada de las mismas se realiza en un recuadro específico.

La pandemia aún está en desarrollo a nivel global y nacional y son inciertas su duración y profundidad. Esto genera un alto e inusual tipo de incertidumbre para cualquier proyección de la actividad económica y de la inflación. Por ello, se considera que un escenario central de pronósticos como el que usualmente el Banco de México da a conocer en sus Informes Trimestrales podría sugerir un nivel de precisión mayor al que el entorno actual y la información disponible permiten alcanzar. Por ello, en esta ocasión se presentan diferentes escenarios para la actividad económica basados en distintos supuestos sobre la profundidad y duración del choque económico causado por la pandemia para proveer una perspectiva amplia del posible comportamiento del PIB.

Con base en las trayectorias de las variables macroeconómicas de los diferentes escenarios es posible construir sendas para la inflación en el horizonte de pronóstico que reflejen las presiones a la baja y al alza que esta enfrentaría. A la baja, destaca

la importante ampliación en la brecha negativa del producto y los efectos de la reducción en los precios de los energéticos. Al alza, la depreciación del tipo de cambio, así como posibles disrupciones en las cadenas de producción y distribución de algunos bienes y servicios. Estas presiones difieren entre escenarios, pero tienden a contrarrestarse entre sí, de modo que si bien los escenarios indican mayor incertidumbre de la que usualmente presentan los pronósticos de inflación, sus previsiones muestran una menor dispersión que la de los escenarios de la actividad productiva. No obstante, las presiones podrían ser mayores o más persistentes, o presentarse no linealmente, de modo que el balance de riesgos para la inflación se mantiene incierto.

Así, en todos los escenarios se anticipa que la inflación general presente en el segundo trimestre de 2020, respecto a lo previsto en el Informe Trimestral anterior, un nivel considerablemente menor debido a la fuerte caída en los precios de los energéticos, para luego incrementarse desde la segunda mitad de 2020 y hasta mediados de 2021. Esto último debido a: i) el aumento de la inflación no subyacente, por los incrementos que recientemente han presentado algunos precios de productos agropecuarios, así como por una paulatinamente menor contribución negativa de los precios de los energéticos, los cuales a inicios de 2021 presionarían al alza la inflación por el efecto aritmético de baja base de comparación, y ii) en menor medida, una mayor inflación subyacente, reflejando las presiones al alza que se han observado ante la pandemia y un tipo de cambio más depreciado que en el Informe Trimestral anterior. Hacia finales de 2021 y principios de 2022, se prevé un descenso de la inflación general, tanto por la reducción de la inflación subyacente, a su vez resultado de la mayor holgura en la economía, como por el desvanecimiento del efecto aritmético de base de comparación en la inflación no subyacente. Con ello, se prevé que la inflación general anual se sitúe dentro del intervalo de variabilidad del Banco de México durante la mayor parte del horizonte de pronóstico, y que se ubique alrededor de la meta de inflación hacia finales de dicho horizonte.

En este entorno, el Banco de México, al conducir la política monetaria, enfrenta retos importantes derivados de la pandemia, incluyendo tanto la fuerte afectación a la actividad productiva, como los

asociados al choque financiero que enfrentamos. En efecto, los choques referidos están impactando significativamente y de manera simultánea a la actividad económica, la inflación y las condiciones financieras del país. Existe una elevada incertidumbre sobre la duración y profundidad de estas afectaciones, lo que implica un panorama aun más complicado para la política monetaria. En particular, el Instituto Central puede enfrentar complejas disyuntivas. Si bien los choques referidos apuntan hacia un debilitamiento sumamente importante de la actividad productiva, lo que presionará a la inflación a la baja, otros factores pueden operar en sentido contrario.

En el entorno descrito, la Junta de Gobierno del Banco de México 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.

2. Entorno Económico y Financiero Prevalciente en el Primer Trimestre de 2020

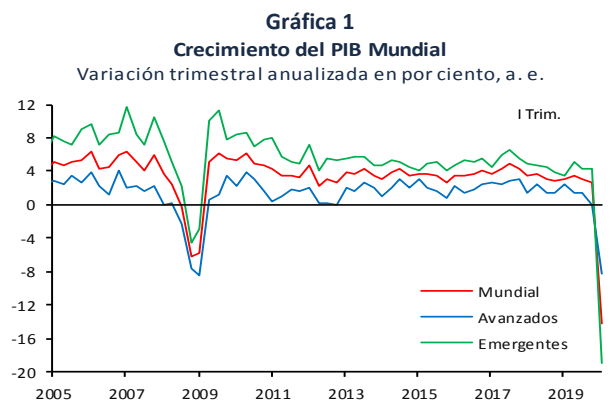
2.1. Condiciones Externas

La información disponible indica que la pandemia de COVID-19 y las medidas adoptadas para evitar su propagación han afectado considerablemente a la actividad económica mundial, la cual registró una fuerte contracción durante el primer trimestre de 2020, esperándose una aún mayor en el segundo (Gráfica 1). Lo anterior derivado del impacto severo tanto en las manufacturas, por el paro de actividad y las afectaciones en las cadenas de suministro, como en sectores de servicios relacionados con el entretenimiento, restaurantes, turismo y transporte, entre otros. Así, algunos indicadores prospectivos, como los Índices de Gerentes de Compras (*PMIs*, por sus siglas en inglés), han registrado caídas a niveles mínimos históricos, mientras que los riesgos a la baja para la actividad se acentuaron considerablemente (Gráfica 2). Asimismo, las cifras disponibles en algunos países ya muestran un fuerte deterioro en el mercado laboral y en los índices de confianza del consumidor.

Adicionalmente, la fuerte caída en la demanda mundial ha propiciado una marcada disminución en los precios de las materias primas, especialmente los del petróleo, los cuales permanecen en niveles bajos a pesar del acuerdo de recortes de producción alcanzado a mediados de abril entre los principales países productores.

Por su parte, las condiciones financieras globales se deterioraron significativamente, provocando una recomposición de los portafolios de los inversionistas hacia activos de menor riesgo y la mayor contracción de que se tenga registro en la tenencia de activos de economías emergentes, especialmente en instrumentos de renta fija. Ello propició una depreciación de las monedas de dichas economías y alta volatilidad en sus mercados cambiarios.

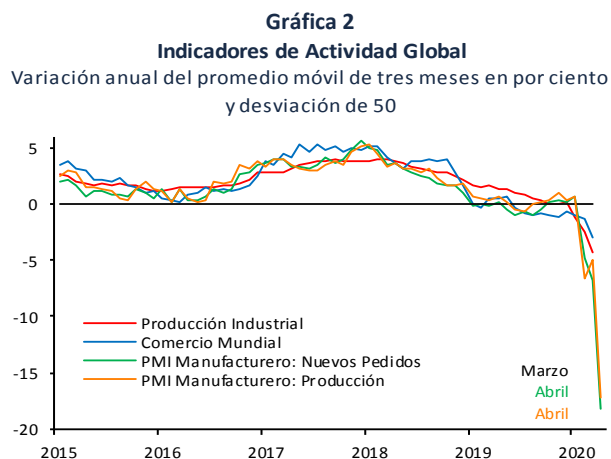
En este contexto, las inflaciones general y subyacente mostraron una disminución en la mayoría de las economías avanzadas debido a la caída en los precios de la energía y a la menor demanda agregada, manteniéndose por debajo de la meta de sus respectivos bancos centrales.



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, JP Morgan y Fondo Monetario Internacional.



Fuente: CPB Netherlands y Markit.

Lo anterior ha llevado a que las posturas monetarias de los bancos centrales de economías avanzadas y emergentes se tornaran más acomodaticias, reduciendo significativamente sus tasas de interés e implementando otras medidas extraordinarias para promover el buen funcionamiento de sus sistemas financieros. Asimismo, diversos países han instrumentado medidas de estímulo fiscal para atenuar los efectos adversos en el empleo y en los ingresos de hogares y empresas.

Si bien a principios de este año las proyecciones económicas para 2020 consideraban diversos factores de riesgo, entre los que destacaban la posibilidad de un nuevo escalamiento de las tensiones comerciales y un agravamiento de los conflictos geopolíticos, estos fueron eclipsados por los efectos de la rápida propagación global de la pandemia. A su vez, las medidas implementadas para su contención provocaron interrupciones en las cadenas globales de suministro, una elevada volatilidad en los mercados financieros internacionales, el cierre de establecimientos y cambios en los patrones de consumo alrededor del mundo.

Este choque económico, caracterizado por su gran rapidez de propagación, motivó a diversos organismos internacionales a revisar significativamente su marco macroeconómico para la economía global y sus proyecciones de crecimiento. De esta manera, las expectativas para la economía mundial más recientes incorporan una fuerte contracción de la actividad productiva en la primera mitad de 2020, seguida de una recuperación que se haría más evidente durante 2021. En el caso de las economías emergentes, se prevé que algunas de estas se vean especialmente afectadas por los efectos de la crisis sanitaria, las salidas de capitales y la caída en los precios de las materias primas (Ver Cuadro 1). Cabe destacar que estas previsiones están sujetas a un elevado grado de incertidumbre debido a que aún se desconoce cuál será la duración y la profundidad del impacto de la crisis sanitaria sobre la actividad global, y a que existen dudas acerca del ritmo de recuperación de la demanda mundial y la evolución de los mercados. En particular, persiste una elevada incertidumbre respecto a la duración e intensidad del choque actual sobre la actividad productiva y acerca de cuándo se podría observar una recuperación.

Cuadro 1
Pronósticos de Crecimiento del PIB Real
Variación anual en por ciento

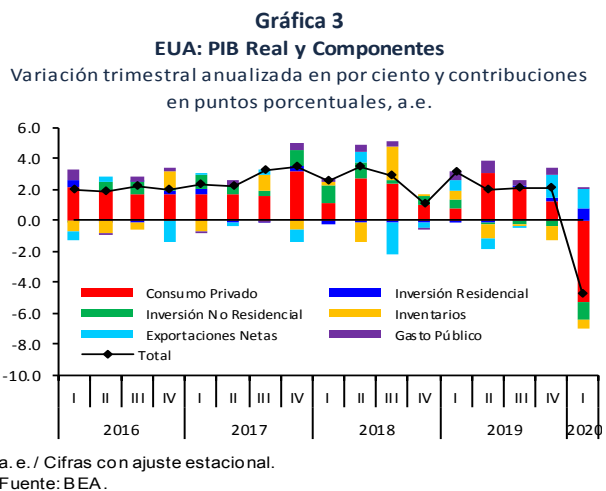
	Pronósticos WEO Abril 2020		Cambio respecto a Enero 2020	
	2020	2021	2020	2021
Mundo	-3.0	5.8	-6.3	2.4
Economías Avanzadas	-6.1	4.5	-7.7	2.9
Estados Unidos	-5.9	4.7	-7.9	3.0
Zona Euro	-7.5	4.7	-8.8	3.3
Japón	-5.2	3.0	-5.9	2.5
Reino Unido	-6.5	4.0	-7.9	2.5
Economías Emergentes	-1.0	6.6	-5.4	2.0
Asia Emergente	1.0	8.5	-4.8	2.6
China	1.2	9.2	-4.8	3.4
India	1.9	7.4	-3.9	0.9
América Latina	-5.2	3.4	-6.8	1.1
Brasil	-5.3	2.9	-7.5	0.6
México	-6.6	3.0	-7.6	1.4
Europa Emergente	-5.2	4.2	-7.8	1.7
Medio Oriente	-2.8	4.0	-5.6	0.8
África Subsahariana	-1.6	4.1	-5.1	0.6

Fuente: FMI, "World Economic Outlook" Enero y Abril 2020.

En particular, no es posible descartar nuevos episodios de volatilidad y aversión al riesgo en los mercados financieros que afecten a la economía real y la estabilidad del sistema financiero. Además, la situación financiera de hogares y empresas podría deteriorarse ante interrupciones en sus flujos de ingresos y caídas en los precios de sus acciones, mientras que algunas economías emergentes podrían verse afectadas por el apretamiento en las condiciones financieras globales. Por otra parte, persisten riesgos como la posibilidad de un nuevo escalamiento en las tensiones comerciales; un agravamiento de los conflictos geopolíticos, sociales y políticos en diversas regiones del mundo, y mayores y más frecuentes costos económicos derivados de desastres naturales resultado de factores ambientales. Así, en el entorno actual, el balance de riesgos para el crecimiento mundial se ha tornado significativamente más negativo.

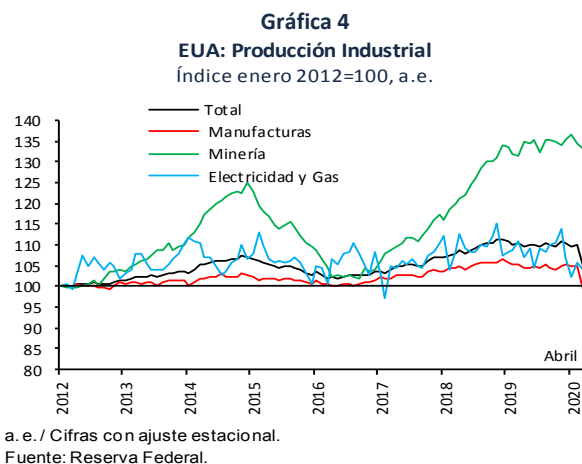
2.1.1. Actividad Económica Mundial

En Estados Unidos, el PIB se contrajo a una tasa trimestral anualizada y ajustada por estacionalidad de 4.8% durante el primer trimestre de este año (Gráfica 3). Ello principalmente como resultado de las afectaciones a las cadenas de suministro y las medidas para contener la propagación de COVID-19. En particular, la fuerte contracción del PIB reflejó, principalmente, la caída en el gasto de consumo privado y en la inversión en equipo y en estructuras. El impacto negativo de los factores antes mencionados fue compensado parcialmente por la contribución positiva de la inversión residencial, el gasto del gobierno y 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 de mayo, así como de otros indicadores disponibles al mes de abril, como las ventas al menudeo, sugieren que el deterioro de la actividad económica se acentuará durante el segundo trimestre del año.



Por su parte, la producción industrial en Estados Unidos registró su mayor deterioro desde el segundo trimestre de 2009, al caer en el primer trimestre del año a una tasa anualizada de 7.1%, reflejando

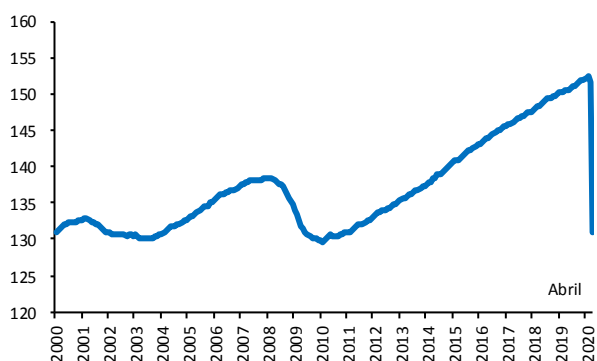
contracciones en sus tres principales subsectores. En particular, la actividad manufacturera se contrajo a una tasa anualizada de 6.2%, afectada por el cierre de fábricas asociado a la pandemia (Gráfica 4). Dicho deterioro se agudizó en abril, al registrar la producción industrial una caída mensual de 11.2%, siendo esta la mayor contracción mensual desde que se tiene registro. No obstante, algunos indicadores prospectivos, tales como el PMI manufacturero y los índices manufactureros regionales de los Bancos de la Reserva Federal de Nueva York y Filadelfia, sugieren una menor contracción en mayo.



Los indicadores del mercado laboral en Estados Unidos registraron un fuerte deterioro en marzo y abril ante las medidas para contener la propagación de COVID-19. En particular, la nómina no agrícola pasó de una creación de 230 mil plazas en febrero de 2020 a una contracción de 20.5 millones en abril del presente año, siendo esta su mayor caída desde que se tiene registro (Gráfica 5). A su vez, la tasa de desempleo aumentó de 3.5% en diciembre de 2019 a 14.7% en abril de 2020. Por su parte, desde el 21 de marzo, las solicitudes iniciales del seguro de desempleo han aumentado en 38.6 millones, la cifra más elevada desde que se publican estas estadísticas (Gráfica 6).

Gráfica 5
EUA: Nómina No Agrícola

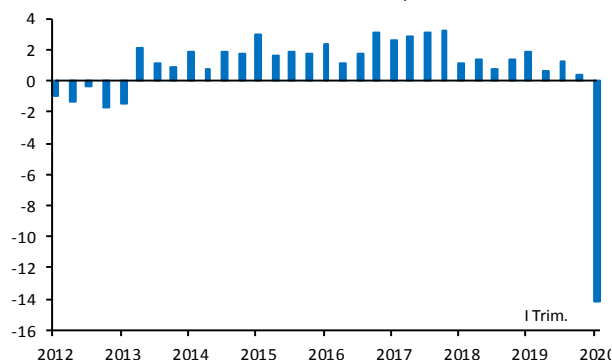
Número de empleados en el sector no agrícola, en millones, a. e.



a. e. / Cifras con ajuste estacional.
Fuente: BLS.

Gráfica 7

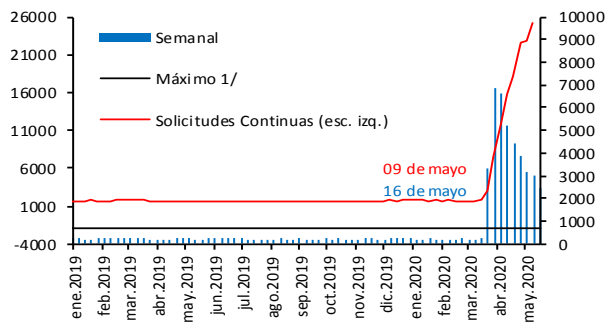
Zona del Euro: Producto Interno Bruto Real
Variación trimestral anualizada en por ciento, a. e.



a. e. / Cifras con ajuste estacional.
Fuente: Oficina de Estadística de la Unión Europea (Eurostat).

Gráfica 6

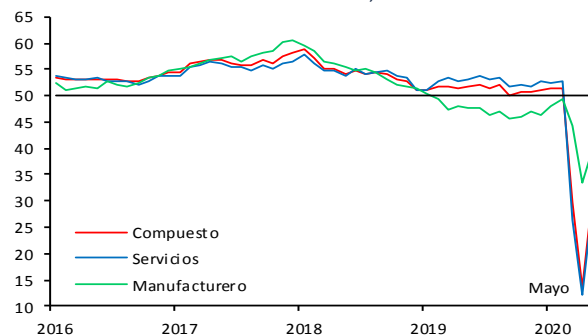
EUA: Solicitudes Iniciales del Seguro de Desempleo
En miles, a. e.



a.e./ Cifras con ajuste estacional
1 Máximo anterior: 665 mil (29 de marzo 2009)
Fuente: DOL.

Gráfica 8

Zona del Euro: Índice de Gerentes de Compras
Índice de difusión, a. e.



a. e. / Cifras con ajuste estacional.
Fuente: Markit.

En la zona del euro, el crecimiento del PIB se contrajo a una tasa trimestral anualizada y ajustada por estacionalidad de 7.7% durante el primer trimestre de 2020. En particular, se observó una caída en las exportaciones y en el gasto de los hogares, reflejando el efecto de las medidas de confinamiento por la pandemia. Asimismo, algunos indicadores recientes, como los Índices de Gerentes de Compras del sector manufacturero y de servicios, así como los índices de confianza del consumidor, sugieren que el deterioro en la actividad económica continuará en el segundo trimestre del año. Por otro lado, si bien no se han tenido avances significativos en las negociaciones entre el Reino Unido y la Unión Europea sobre el acuerdo comercial que prevalecerá una vez que concluya el periodo de transición, el Reino Unido señaló que rechazará cualquier extensión de dicho periodo, el cual concluye a finales de 2020. Ello constituye un factor adicional de incertidumbre para esta economía.

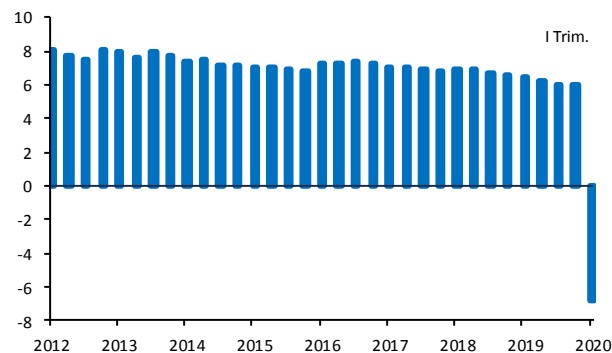
En el Reino Unido, el PIB se contrajo a una tasa anualizada y ajustada por estacionalidad de 7.7% durante el primer trimestre de 2020. En particular, se observó una caída en las exportaciones y en el gasto de los hogares, reflejando el efecto de las medidas de confinamiento por la pandemia. Asimismo, algunos indicadores recientes, como los Índices de Gerentes de Compras del sector manufacturero y de servicios, así como los índices de confianza del consumidor, sugieren que el deterioro en la actividad económica continuará en el segundo trimestre del año. Por otro lado, si bien no se han tenido avances significativos en las negociaciones entre el Reino Unido y la Unión Europea sobre el acuerdo comercial que prevalecerá una vez que concluya el periodo de transición, el Reino Unido señaló que rechazará cualquier extensión de dicho periodo, el cual concluye a finales de 2020. Ello constituye un factor adicional de incertidumbre para esta economía.

En Japón, el PIB se contrajo a una tasa anualizada y ajustada por estacionalidad de 3.4% durante el primer trimestre del año. En particular, destacaron las caídas en la inversión pública y residencial, en el consumo privado y en las exportaciones netas, resultado de las afectaciones a las cadenas globales de suministro y de la menor demanda global. Por su parte, la producción industrial mostró una fuerte caída en marzo, mientras que los indicadores prospectivos, como el Índice de Gerentes de Compras del sector manufacturero, acentuaron su caída en abril y mayo, sugiriendo que la economía continuará débil en el corto plazo. Adicionalmente, el crecimiento para el resto del año sería significativamente menor a lo previamente estimado debido a la postergación de los Juegos Olímpicos. En este entorno, el mercado laboral ya ha comenzado a reflejar los efectos de la pandemia. En efecto, la tasa de desempleo aumentó de 2.2% en diciembre de 2019 a 2.5% en marzo de este año.

En las economías emergentes, la información más reciente sugiere un deterioro significativo de la actividad económica durante el primer trimestre del año. Ello es especialmente notorio en las economías de Asia altamente integradas a China y en las exportadoras de materias primas. En particular, la actividad económica de China cayó en 6.8% a tasa anual durante el primer trimestre del año, después de registrar un crecimiento de 6.0% en el cuarto trimestre de 2019, siendo esta la primera caída en cuatro décadas en esa economía (Gráfica 9). Cabe destacar que en marzo y abril, la producción industrial, las ventas al menudeo, la inversión en activos fijos y el Índice de Gerentes de Compras del

sector servicios mostraron cierta recuperación a medida que se ha mitigado la expansión de COVID-19 y se ha reactivado gradualmente la actividad económica. No obstante, luego de la recuperación que registró en marzo el Índice de Gerentes de Compras del sector manufacturero, este disminuyó moderadamente en abril. En América Latina, se anticipa que la debilidad económica se haya acentuado durante el primer trimestre de 2020 ante las medidas para contener el contagio por coronavirus, el debilitamiento de la demanda global, las condiciones más apretadas de financiamiento externo y los precios más bajos de materias primas. Se prevé que dicha debilidad se agudice en el segundo trimestre del año. En el Medio Oriente, en adición a los efectos derivados de las medidas de contención de COVID-19 sobre la actividad económica, los recientes acuerdos de recorte a la producción de petróleo podrían reflejarse en un mayor deterioro de sus niveles de actividad.

Gráfica 9
China: Producto Interno Bruto Real
Variación anual en por ciento



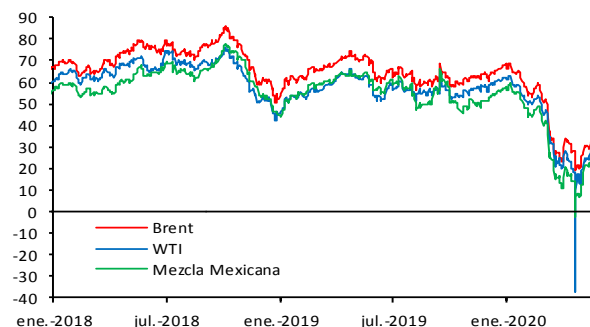
Fuente: NBS.

2.1.3. Precios de las Materias Primas

Los precios internacionales de las materias primas registraron una marcada disminución durante una buena parte del periodo que cubre este Informe. En particular, los precios del petróleo comenzaron a bajar en febrero ante las expectativas de una menor demanda de petróleo derivadas de los efectos globales de la pandemia (Gráfica 10). Esta caída se acentuó a principios de marzo con el término de los acuerdos de recortes de producción entre Arabia Saudita y Rusia. Si bien a mediados de abril los principales países productores de petróleo llegaron a un nuevo acuerdo de recortes en la producción para los próximos años, los precios del crudo siguieron disminuyendo ante la expectativa de una baja demanda y restricciones en la capacidad de almacenamiento. En particular, la rápida reducción en la capacidad de almacenamiento disponible, aunada al vencimiento de los contratos a futuro de petróleo del WTI para entrega en mayo, provocaron que su precio fuera negativo por primera vez en la historia. No obstante, recientemente, se han reducido las presiones sobre la capacidad de almacenamiento de petróleo en Estados Unidos y algunos países, incluyendo a Arabia Saudita, anunciaron recortes en la producción adicionales a los acordados previamente, propiciando cierta recuperación de los precios respecto a los niveles mínimos registrados en abril, si bien estos permanecen en niveles relativamente bajos. Por su parte, los precios de los metales industriales se desplomaron durante el periodo que cubre este Informe ante la expectativa de una menor demanda de bienes manufactureros resultado de la propagación de COVID-19 y de las medidas instrumentadas para contenerla (Gráfica 11). Si bien recientemente tanto los precios de los metales industriales, como de algunos granos, han registrado una recuperación moderada como resultado del relajamiento de las medidas de confinamiento de China, estos permanecen en niveles inferiores a los alcanzados al inicio de la pandemia.

Gráfica 10
Petróleo Crudo

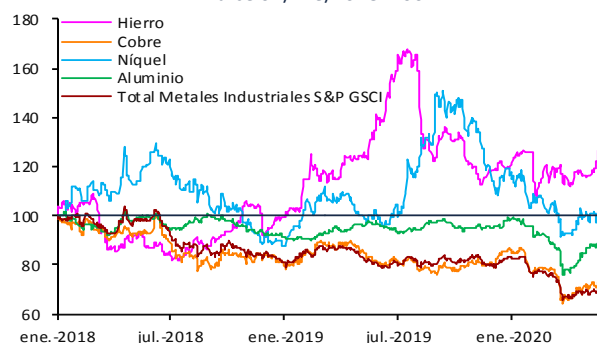
En dólares por barril



Fuente: Bloomberg.

Gráfica 11
Precios de Metales Industriales Seleccionados ^{1/}

Índice 01/Ene/2018=100



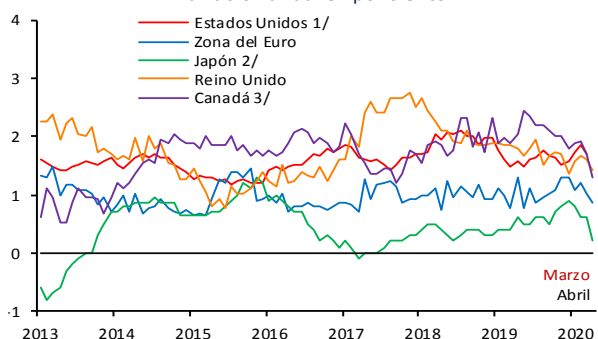
^{1/} El índice GSCI es un indicador de 24 materias primas elaborado por Goldman Sachs. En particular, el componente de metales industriales sigue los precios del aluminio, cobre, níquel, zinc y plomo.

Fuente: Bloomberg.

2.1.4. Tendencias de la Inflación en el Exterior

La inflación general en la mayoría de las economías avanzadas mostró una disminución durante el periodo que cubre este Informe debido, principalmente, a la caída en los precios de la energía. Adicionalmente, la menor demanda agregada como resultado de la pandemia ha contribuido a mantener la inflación subyacente en niveles bajos (Gráfica 12). Hacia delante, se espera que tanto la inflación general como la subyacente disminuyan ante la caída que presentaron los precios de las materias primas, especialmente del petróleo, así como de otros bienes y servicios como resultado de la menor demanda global. Por su parte, las expectativas de inflación derivadas de instrumentos financieros registraron disminuciones considerables en el periodo que cubre este Informe.

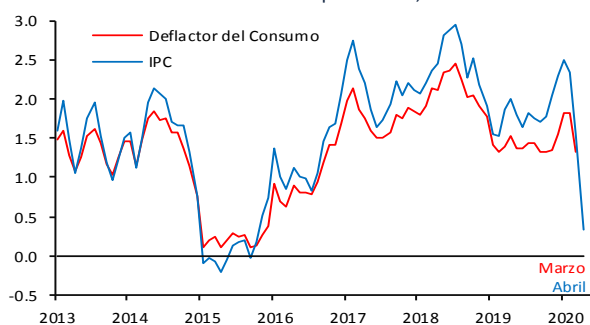
Gráfica 12
Economías Avanzadas: Inflación Subyacente
Variación anual en por ciento



1/ Se empleó el deflactor del gasto en consumo personal.
2/ Excluye alimentos frescos y energía, así como el efecto directo del incremento del impuesto al consumo.
3/ Excluye alimentos, energía y el efecto de los cambios en impuestos indirectos (CPI-XFET) que entraron en vigor en 2014.
Fuente: BEA, Eurostat, Oficina del Gabinete de Japón, Oficina Nacional de Estadística del Reino Unido e Instituto de Estadística de Canadá.

En Estados Unidos, la inflación general medida por el deflactor del gasto en consumo personal disminuyó de una tasa anual de 1.6% en diciembre a 1.3% en marzo (Gráfica 13). Lo anterior reflejó principalmente la caída en los precios de los energéticos registrada en lo que va del año. Por su parte, si bien la inflación subyacente venía mostrando un ligero repunte en meses recientes, esta disminuyó ligeramente en marzo y se espera que esta tendencia continúe ante la fuerte contracción de la actividad económica. Así, las expectativas de inflación, provenientes tanto de encuestas como de instrumentos financieros, se mantienen en niveles bajos.

Gráfica 13
EUA: Deflactor del Gasto en Consumo Personal y Precios al Consumidor
Variación anual en por ciento, a. e.

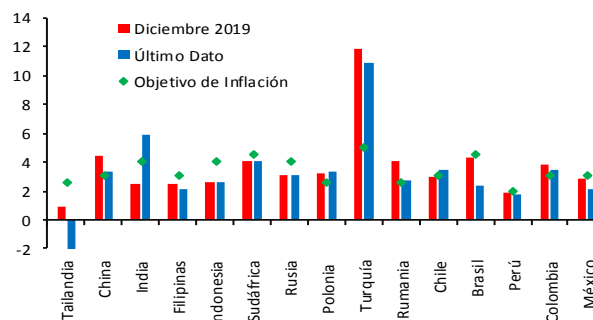


a. e. / Cifras con ajuste estacional.
Fuente: BEA y BLS.

La inflación en la zona del euro y en Japón se ha mantenido muy por debajo de las metas de sus respectivos bancos centrales y se espera que continúe así hacia adelante ante la debilidad de la economía y los bajos precios de los energéticos. En efecto, en la zona del euro, la inflación general disminuyó de una tasa anual de 1.3% en diciembre a 0.3% en abril, mientras que la inflación subyacente disminuyó de 1.3 a 0.9% en el mismo periodo, reflejando, en parte, el efecto de la crisis sanitaria en los precios de los servicios. En Japón, la inflación general disminuyó de 0.7% en diciembre a -0.2% en abril, mientras que la subyacente cayó de 0.9 a 0.2% durante dicho periodo, asociado, en parte, a los efectos de COVID-19 en el consumo.

En la mayoría de las economías emergentes, si bien a finales de 2019 e inicios de 2020 se incrementó el número de países con un nivel de inflación por encima de las metas de sus bancos centrales, recientemente se han observado disminuciones en la inflación general ante la caída en los precios de los energéticos y la menor actividad económica (Gráfica 14).

Gráfica 14
Economías Emergentes: Inflación General Anual
Por ciento



Nota: Para el caso de los bancos centrales que no tienen objetivo puntual de inflación se presenta el punto medio de su intervalo.
Fuente: Haver Analytics.

2.1.6. Política Monetaria y Mercados Financieros Internacionales

En este entorno, en el periodo que cubre este Informe diversos bancos centrales de economías avanzadas y emergentes han disminuido significativamente sus tasas de interés e implementado otras medidas para promover el buen funcionamiento de sus sistemas financieros. Adicionalmente, las expectativas extraídas de instrumentos de mercado anticipan que los bancos centrales mantendrán una postura de política monetaria altamente acomodaticia en el futuro cercano.

En Estados Unidos, la Reserva Federal disminuyó su tasa de referencia en dos ocasiones en reuniones no calendarizadas en marzo, por un total de 150 puntos base, llevándola a un rango de 0 a 0.25%. En su reunión de abril, mantuvo sin cambio dicho rango y reiteró que espera mantenerlo en su nivel actual, enfatizando su compromiso de utilizar todas las

herramientas disponibles para apoyar a la economía estadounidense. Adicionalmente, en el periodo que cubre este Informe, puso en marcha diversas medidas para proveer liquidez, apoyar las necesidades crediticias de las empresas y promover el buen funcionamiento de los mercados financieros. Además, implementó diversas facilidades de crédito, con la participación del Departamento del Tesoro de Estados Unidos, quien aporta recursos a estas facilidades mediante la constitución de un fondo especial que a su vez actúa como garantía contra el riesgo de crédito. Finalmente, con el fin de reducir las presiones en los mercados globales de fondeo en dólares, dio a conocer modificaciones a las líneas de intercambio de divisas (*swaps*) existentes con otros bancos centrales, anunció nuevas líneas de intercambio con otros bancos centrales, incluyendo el Banco de México, y estableció una facilidad de reportos para bancos centrales y autoridades monetarias internacionales que les permite intercambiar bonos del Tesoro por dólares (ver Recuadro 1).

Recuadro 1. Medidas de Distintas Economías para Enfrentar la Pandemia de COVID-19

1. Introducción

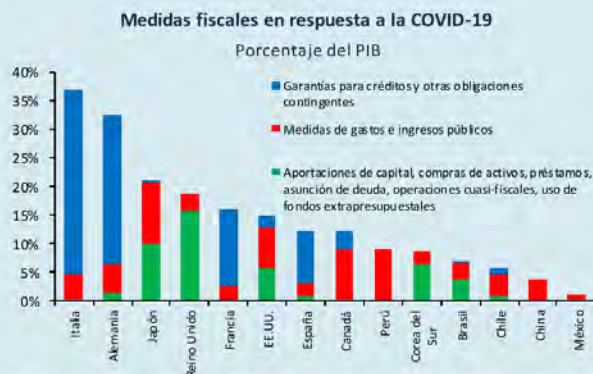
La pandemia de COVID-19 y las medidas implementadas para su contención han tenido un fuerte impacto negativo en la actividad económica mundial. Según las últimas previsiones del Fondo Monetario Internacional, la economía mundial podría contraerse en 3% durante 2020. Diversos países han implementado medidas económicas extraordinarias con el fin de mitigar las consecuencias negativas de la pandemia en los ingresos de los hogares y empresas y para promover el buen funcionamiento de los mercados financieros. Estas respuestas han inducido medidas de política fiscal, monetaria, cambiaria y del sector financiero. No obstante, existen diferencias importantes entre países respecto al alcance y magnitud de estas medidas en función del espacio disponible para la implementación de políticas contracíclicas. En particular, además de la emergencia sanitaria, la contracción económica y el apretamiento de condiciones financieras, los países emergentes se han visto afectados por el incremento en la aversión al riesgo, la caída en los precios de las materias primas y, en algunos casos, las revisiones a la baja en sus calificaciones crediticias. Esto ha generado disyuntivas importantes en estos países, limitando la respuesta de política en comparación con las principales economías avanzadas.

Con el objetivo de ofrecer un panorama de las estrategias de política implementadas en distintas jurisdicciones, el presente recuadro ofrece una descripción sucinta y no exhaustiva de las medidas instrumentadas en algunas economías avanzadas y emergentes. Las medidas adoptadas en México se describen con mayor detalle en el Recuadro 7.

2. Medidas fiscales

En términos generales, los paquetes fiscales adoptados buscan contribuir, por una parte, a que los hogares tengan ingresos suficientes para cubrir sus necesidades básicas y puedan suavizar su consumo de mejor manera y, por otra, a que las empresas con problemas de flujo de caja relacionados con la pandemia puedan mantener el mayor número de empleos y eviten quebrar (Gráfica 1). Entre las principales medidas implementadas se encuentran: transferencias a hogares y empresas, periodos de gracia para el pago de impuestos y otras contribuciones, reducción de tasas impositivas, subsidios para el pago de salarios y programas de préstamos y garantías crediticias con fondos públicos (Cuadro 1). En contraste con las economías avanzadas, el menor espacio fiscal, redes de seguridad social más débiles y sectores informales más grandes son factores que han limitado el alcance de la respuesta en algunas economías emergentes.

Gráfica 1



Fuente: Elaborado por Banco de México con información del FMI, "Fiscal Monitor" abril 2020 y "IMF Policy Tracker" con información al 21 de mayo de 2020.

Para apoyar a los hogares, algunos gobiernos han realizado transferencias directas enfocadas en distintos sectores. Por ejemplo, Estados Unidos, además del seguro de desempleo, ha expandido la asistencia médica —a través de fondos para los hospitales y proveedores sanitarios en la primera línea de respuesta a la pandemia— y alimentaria —mediante transferencias directas y en especie que se canalizan a través de bancos de alimentos y otras organizaciones de la sociedad—. Asimismo, el Gobierno estadounidense implementó un programa de transferencias directas a personas físicas al corriente en sus obligaciones fiscales y a beneficiarios de los programas de seguridad social. El monto que dicho gobierno ha destinado a este tipo de medidas asciende a 2.3 billones de dólares, alrededor de 11% del PIB.¹ Por su parte, el Gobierno peruano aprobó un monto de aproximadamente 0.4% del PIB para ofrecer transferencias a hogares en situación vulnerable.² El Gobierno de Japón implementó medidas por un monto de aproximadamente 20% del PIB, del cual cerca del 1% del PIB está destinado a pagos en efectivo a familias y a pequeñas y medianas empresas.³ El Gobierno canadiense implementó un programa de alrededor de 5.5% del PIB en ayuda directa a hogares y empresas, incluidos pagos a trabajadores sin acceso al seguro de desempleo ni licencia por enfermedad, así como un incremento en las prestaciones de cuidado infantil y subsidios salariales.⁴ El 19 de marzo, el Gobierno chileno presentó un paquete de medidas fiscales de casi 4.7% del PIB, enfocado en apoyar al empleo y a la liquidez de las empresas. Entre estas medidas, se cuenta con un fondo de aproximadamente 0.8% del PIB para permitir que los trabajadores afiliados al seguro de desempleo tengan acceso a sus beneficios cuando circunstancias excepcionales impidan al trabajador prestar sus servicios.⁵ Las autoridades de Brasil han anunciado una serie de medidas fiscales que incluyen transferencias directas durante tres meses a trabajadores informales, desempleados y microempresarios de familias de bajos ingresos. De manera

¹ Fondo Monetario Internacional (FMI), "IMF Policy Tracker" con información al 21 de mayo de 2020.

² *Ibid.*

³ Comunicado del 7 de abril de 2020 del primer ministro de Japón sobre la declaratoria del estado de emergencia.

⁴ Fondo Monetario Internacional, *op. cit.*

⁵ Comunicado del 1 de abril de 2020 del Ministerio de Economía, Fomento y Turismo de Chile. La razón sobre PIB utiliza el PIB del FMI y el tipo de cambio de paridad de poder de compra de la OCDE de 2019.

similar, Italia ha implementado medidas por un total de 1.4% del PIB, que comprenden el fortalecimiento de redes de seguridad social y transferencias directas a trabajadores afectados.⁶ Cabe señalar que algunos gobiernos también han destinado fondos públicos adicionales para la investigación y el desarrollo de vacunas (por ejemplo, Alemania, Brasil, Canadá, Chile, China, Estados Unidos, España, Francia, Japón, el Reino Unido y la Unión Europea).

Varios países han instaurado o ampliado sus programas de subsidios para el pago de salarios (por ejemplo, Alemania, Brasil, Canadá, Chile, Corea del Sur, España, Francia, Italia, Japón y el Reino Unido). Estos programas incluyen transferencias directas a las empresas o a las personas. Por ejemplo, el Gobierno español ha extendido apoyos por hasta el 70% del salario de trabajadores que hayan sido suspendidos o despedidos de sus empleos, mientras que Alemania brindará un apoyo del 60%-67% del salario base perdido para aquellos trabajadores que cotizan en el seguro social y un apoyo directo a trabajadores independientes y pymes con menos de diez empleados.⁷ Programas similares han sido implementados en el Reino Unido, mediante transferencias por hasta el 80% del sueldo mensual de trabajadores independientes hasta alcanzar el 1% del PIB.⁸ El Gobierno francés anunció un fondo de solidaridad⁹ que incluye un programa de subvenciones a micro y pequeñas empresas y trabajadores independientes particularmente afectados. Con el fin de mantener empleos, en Brasil se autorizó la reducción temporal de horas trabajadas y de salarios, al tiempo que se otorgan subsidios para mantener los ingresos de los trabajadores.

Otra medida de índole fiscal ha sido el aplazamiento del pago de impuestos o de las contribuciones de seguridad social (por ejemplo, Alemania, Brasil, Canadá, Chile, China, Corea del Sur, España, Estados Unidos, Francia, Italia, Japón, México, Perú y el Reino Unido). Además, algunos países, tanto emergentes como avanzados, han otorgado exenciones fiscales. También hay programas de transferencias, préstamos y garantías crediticias con fondos públicos dirigidos a empresas. Japón planea destinar alrededor del 16% del PIB en medidas para proteger al empleo y los negocios.¹⁰ Entre estas medidas, inició un esquema de pagos en efectivo a las pymes cuyas ventas hayan caído significativamente. Los gobiernos de Alemania, Brasil, Canadá, Chile, China, Corea del Sur, Estados Unidos, Italia, Japón, México y el Reino Unido lanzaron programas de préstamos para las empresas en condiciones favorables de tasa y plazo. Alemania, Brasil, Canadá, Chile, China, Corea del Sur, España, Estados Unidos, Francia, Italia, Perú, la Unión Europea y el Reino Unido ofrecen garantías gubernamentales para respaldar los créditos otorgados a las empresas por el sistema financiero e incluso moratorias en el pago de deuda (Canadá, Chile, Corea del Sur e Italia).

⁶ Fondo Monetario Internacional, óp. cit.
⁷ Comunicado del 23 de abril de 2020 del Ministerio de Finanzas de Alemania. La razón sobre PIB utiliza el PIB del FMI y el tipo de cambio de paridad de poder de compra de la OCDE de 2019.
⁸ Comunicado del 11 de mayo de 2020 de la Comisión Europea y comunicado del 12 de mayo de 2020 del Gobierno de Reino Unido. La razón sobre PIB utiliza el PIB del FMI y el tipo de cambio de paridad de poder de compra de la OCDE de 2019.

Cuadro 1

Medidas Fiscales de Distintas Economías															
	DE	BR	CA	CL	CN	KR	ES	US	FR	IT	JP	MX	PE	GB	EU
Transferencias directas a hogares	•	•	•	•	•	•	•	•	•	•	•	•	•	•	•
Subsidios para el pago de salarios	•	•	•	•	•	•	•	•	•	•	•	•	•	•	•
Prórroga para pago de impuestos y contribuciones	•	•	•	•	•	•	•	•	•	•	•	•	•	•	•
Exenciones fiscales	•	•	•	•	•	•	•	•	•	•	•	•	•	•	•
Programas de préstamos para las empresas	•	•	•	•	•	•	•	•	•	•	•	•	•	•	•
Garantías gubernamentales para respaldar créditos a empresas	•	•	•	•	•	•	•	•	•	•	•	•	•	•	•
Recursos para investigación y desarrollo de vacunas	•	•	•	•	•	•	•	•	•	•	•	•	•	•	•

Nota: Alemania (DE), Brasil (BR), Canadá (CA), Chile (CL), China (CN), Corea del Sur (KR), España (ES), Estados Unidos (US), Francia (FR), Italia (IT), Japón (JP), México (MX), Perú (PE), Reino Unido (GB) y Unión Europea (EU).
 Fuente: Elaborado por Banco de México con información de bancos centrales, páginas oficiales de los gobiernos e "IMF Policy Tracker" del Fondo Monetario Internacional.

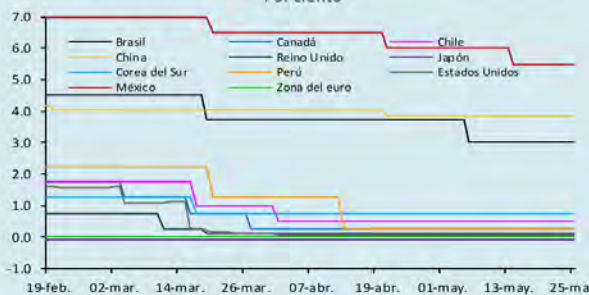
3. Medidas monetarias y cambiarias

Ante las circunstancias actuales, los bancos centrales también han tomado medidas extraordinarias. Además de relajar su postura monetaria de manera significativa, en varios casos han provisto liquidez adicional, algunas veces en colaboración con los ministerios de finanzas, para propiciar el buen funcionamiento de los mercados financieros, fortalecer los canales de otorgamiento de crédito y promover el sano desarrollo del sistema financiero (Cuadro 2).

En cuanto al estímulo monetario, varios bancos centrales, incluyendo los de Brasil, Canadá, Chile, China, Corea del Sur, Estados Unidos, México, Perú y el Reino Unido, han reducido sus objetivos de tasa de interés (Gráfica 2). Además, algunos han iniciado o expandido sus programas de compra de activos para ejercer presión a la baja sobre las tasas de interés de largo plazo e, inclusive, han ampliado el universo de activos elegibles para estos programas (por ejemplo, Canadá, Chile, Corea del Sur, Estados Unidos, Japón, el Reino Unido y la zona del euro).

Gráfica 2

Tasa de Referencia de Bancos Centrales de Países Seleccionados Por ciento



Fuente: Elaborado por Banco de México con información del Banco Central de Brasil, el Banco de Canadá, el Banco Central de Chile, el Banco Popular de China, el Banco de Inglaterra, el Banco de Japón, el Banco de Corea, el Banco Central de Reserva del Perú, el Banco Central Europeo y la Reserva Federal de Estados Unidos.

⁹ Comunicado del 27 de abril de 2020 del Ministerio de Economía, Finanzas, Acción y Cuentas Públicas del Gobierno francés. La razón sobre PIB utiliza el PIB del FMI y el tipo de cambio de paridad de poder de compra de la OCDE de 2019.
¹⁰ Fondo Monetario Internacional, óp. cit.

Para procurar el buen funcionamiento de los mercados financieros y facilitar el crédito, algunos bancos centrales han otorgado liquidez a mayor plazo, reducido los requerimientos de reserva, establecido o ampliado líneas *swap* con otros bancos centrales, e intervenido en el mercado cambiario. Por otra parte, varios bancos centrales aumentaron el monto disponible en sus ventanillas de provisión de liquidez, ampliaron el espectro de instituciones participantes y relajaron las características de los valores aceptables como garantías (por ejemplo, Brasil, Canadá, Chile, China, Corea del Sur, Estados Unidos, México, Perú, el Reino Unido y la zona del euro).

La Reserva Federal de Estados Unidos acordó con varios bancos centrales de economías emergentes y avanzadas (Australia, Brasil, Dinamarca, Corea del Sur, México, Noruega, Nueva Zelanda, Singapur y Suecia) la puesta en marcha de mecanismos recíprocos y temporales para el intercambio de divisas (líneas *swap*) en adición a los programas ya existentes con el Banco de Canadá, el Banco Central Europeo, el Banco de Inglaterra, el Banco de Japón y el Banco Nacional Suizo. El objetivo de esta medida es contribuir a mejorar las condiciones internacionales de fondeo en dólares estadounidenses durante episodios de estrés. En particular, en México se ha usado la línea *swap* entre la Reserva Federal y el Banco de México, de 60 mil millones de dólares, para subastar créditos en dólares a las instituciones del sistema financiero. A la fecha se han colocado créditos por 6,590 millones de dólares a un plazo aproximado de 3 meses.

Por su parte, para mejorar la liquidez y limitar la volatilidad del tipo de cambio, algunas economías emergentes (por ejemplo, Brasil, Chile, México y Perú) han intervenido en el mercado cambiario. En el caso de México, la Comisión de Cambios aumentó el monto del programa de coberturas cambiarias que subasta el Banco de México y anunció la expansión del acceso a dicho programa a instituciones domiciliadas en el exterior.

También se han llevado a cabo medidas encaminadas a mejorar las condiciones de financiamiento para diversos segmentos del mercado. Para ello, varios bancos centrales crearon o ampliaron sus ventanillas de préstamos garantizados por papel comercial, bonos corporativos, acciones e instrumentos respaldados por activos (por ejemplo, Brasil, Canadá, Corea del Sur, Chile, Estados Unidos, Japón, México, el Reino Unido y la zona del euro).

Destacan los programas de financiamiento implementados de manera conjunta entre los bancos centrales y los ministerios de finanzas. Por ejemplo, el Banco Central de Brasil gestiona una línea de financiamiento de emergencia para apoyar a las empresas a cubrir salarios y otros gastos, en la que el Gobierno aporta el 85% de los recursos, mientras que los bancos, el 15% restante. Estados Unidos es otro caso donde el Departamento del Tesoro otorga financiamiento y garantías a programas que son operados por la Reserva Federal. La Ventanilla de Liquidez del Programa de Protección a los Salarios (en inglés, *Paycheck Protection Program Liquidity Facility* o PPPLF) de la Reserva Federal refuerza el Programa de Protección a los Salarios (en inglés, *Paycheck Protection Program* o PPP) del Departamento del Tesoro. Mediante el PPP, el Gobierno estadounidense otorga financiamiento directo a pequeñas empresas para que puedan mantener a sus trabajadores en nómina. Por su parte, la PPPLF de

la Reserva Federal otorga crédito a las instituciones financieras que dan préstamos en el marco del PPP y toma dichos préstamos en garantía. A esta iniciativa, se suman esquemas de la Reserva Federal con aportaciones de capital por parte del Departamento del Tesoro estadounidense para otorgar financiamiento a empresas, hogares y gobiernos regionales. Por ejemplo, cuentan con esquemas para otorgar créditos a empresas en el mercado primario (*Primary Market Corporate Credit Facility*) y secundario (*Secondary Market Corporate Credit Facility*), un programa de créditos para pymes (*Main Street Lending Program*), una ventanilla para otorgar préstamos garantizados con activos de alta calidad comprados a fondos de inversión del mercado de dinero (*Money Market Mutual Fund Liquidity Facility*) y una ventanilla para que los formadores de mercado puedan vender papel comercial emitido en dólares por emisores de alta calidad crediticia. Asimismo, la Reserva Federal reabrió la Ventanilla de Crédito a Plazo Garantizado con Valores Respaldados por Activos (*Term Asset-Backed Securities Loan Facility*) para otorgar préstamos garantizados con activos de muy alta calidad crediticia respaldados por créditos recientes a hogares y empresas pequeñas. Por último, el Tesoro estadounidense también ha colaborado con la Reserva Federal dando garantías crediticias para que estados y municipios puedan financiarse en la Ventanilla de Liquidez Municipal (*Municipal Liquidity Facility*).

Cuadro 2
Medidas Monetarias y Cambiarias de Distintas Economías

	DE	BR	CA	CL	CN	KR	ES	US	FR	IT	JP	MX	PE	GB	ZE
Disminución en la tasa de interés objetivo		•	•	•	•	•		•					•	•	•
Ampliación de programas de compras de activos	•		•	•		•	•	•	•	•	•				•
Reducción en los requerimientos de reserva		•		• ^{1/}	•			•						•	•
Líneas <i>swap</i> en divisas con otros bancos centrales	•	•					•	•	•	•	•	•	•	•	•
Intervenciones en el mercado cambiario		•		•										•	•
Creación o ampliación de ventanillas de préstamos garantizados	•	•	•	•	•	•	•	•	•	•	•	•	•	•	•
Esquemas para dar liquidez a activos financieros ^{2/}								•		•	•	•	•		

Nota: Alemania (DE), Brasil (BR), Canadá (CA), Chile (CL), China (CN), Corea del Sur (KR), España (ES), Estados Unidos (US).

Francia (FR), Italia (IT), Japón (JP), México (MX), Perú (PE), Reino Unido (GB) y zona del euro (ZE).

^{1/} La medida consiste en reducir los requerimientos de reserva, sino en ampliar las monedas elegibles para constituir el colchón de las obligaciones en moneda extranjera.

^{2/} La medida consiste en financiamiento para el sector bancario garantizado con créditos, o bien con activos de alta calidad crediticia respaldados por créditos.

Fuente: Elaborado por Banco de México con información de bancos centrales; páginas oficiales de los gobiernos e "IMF Policy Tracker" del Fondo Monetario Internacional.

4. Medidas para el sector financiero

Las acciones de flexibilidad regulatoria anunciadas en el sector financiero han tenido el objetivo de fortalecer la intermediación, garantizar el flujo de crédito y preservar la estabilidad financiera. Las principales medidas han estado enfocadas en ajustes a los requerimientos de liquidez del sector financiero y en facilitar la reestructura de deuda de los particulares a través de flexibilidad regulatoria (Cuadro 3).

Por ejemplo, en Estados Unidos, las autoridades regulatorias acordaron permitir que compañías hipotecarias puedan ofrecer a sus clientes posponer sus pagos y acceder a programas de alivio. En el Reino Unido, la Autoridad de Regulación Financiera tomó una serie de medidas para que los bancos puedan ofrecer el congelamiento temporal de pagos de deuda por hasta tres meses. En Brasil, el Banco Central permitió a las instituciones financieras renegociar operaciones utilizando la misma clasificación de riesgo que tenían en febrero de 2020. Las autoridades de Corea del Sur

publicaron pautas para permitir a instituciones financieras ofrecer a las pymes el aplazamiento en el pago de capital y de los intereses. En Chile, se decidió que las entidades financieras puedan aplicar un régimen especial de provisiones para los pagos a los créditos que le reprogramen a sus clientes.

En cuanto a los ajustes a los requerimientos de liquidez de sus sectores financieros, con el objetivo de fortalecer la capacidad de préstamo del sector bancario, distintas autoridades de supervisión financiera han reducido el suplemento de capital contracíclico de manera temporal (por ejemplo, Alemania, Canadá, Francia y el Reino Unido) y han permitido que los bancos utilicen sus suplementos de liquidez o capital (por ejemplo, Brasil, Canadá, Corea del Sur, Estados Unidos, Japón, México, el Reino Unido y la zona del euro). En Estados Unidos, la Reserva Federal adoptará de manera paulatina una serie de restricciones automáticas que entran en vigor cuando cae la capacidad de absorción de pérdidas de los intermediarios financieros; de esta manera se facilita que los intermediarios usen sus reservas para otorgar préstamos a hogares y empresas. En el Reino Unido, la Autoridad de Regulación Prudencial redujo el requerimiento mínimo de provisionamiento que las uniones de crédito deben hacer para la deuda clasificada como de mala calidad.

Con el fin de que los recursos financieros no se desvíen para contener el impacto de la pandemia, varias autoridades supervisoras y reguladoras han emitido recomendaciones o restricciones para que los bancos se abstengan de pagar dividendos, recomprar acciones y realizar otros mecanismos tendientes a recompensar a accionistas (por ejemplo, Brasil, México, el Reino Unido y la zona del euro).

Cuadro 3

Medidas Financieras de Distintas Economías

	DE	BR	CA	CL	CN	KR	ES	US	FR	IT	JP	MX	PE	GB	ZE
Flexibilidad regulatoria para prórroga de pago o reestructura de créditos		•		•	•	•		•					•	•	•
Prórroga para cumplimiento normativo		•	•	•	•	•	•	•	•	•	•	•	•	•	•
Ajustes a requerimientos de liquidez															
Reducción del suplemento de capital contracíclico			•						•						•
Permitir el uso de suplementos de liquidez o capital		•	•	•			•	•	•	•	•	•	•	•	•
Recomendaciones o restricciones para evitar mecanismos de recompensa a accionistas		•	•				•	•	•	•	•	•	•	•	•

Nota: Alemania (DE), Brasil (BR), Canadá (CA), Chile (CL), China (CN), Corea del Sur (KR), España (ES), Estados Unidos (US), Francia (FR), Italia (IT), Japón (JP), México (MX), Perú (PE), Reino Unido (GB) y zona del euro (ZE).

* La medida no otorga prórroga sino que elimina sanciones para aquellos bancos que no entreguen a tiempo sus declaraciones o reportes financieros.

† Incluye dos medidas, la implementada por (i) la Autoridad Bancaria Europea en forma de recomendación a los países miembros y (ii) el Banco Central Europeo, la cual aplica a los bancos bajo su jurisdicción.

Fuente: Elaborado por Banco de México con información de bancos centrales, páginas oficiales de los gobiernos e "IMF Policy Tracker" del Fondo Monetario Internacional.

5. Conclusiones

La pandemia de COVID-19 y las medidas para frenar su expansión han resultado en una contracción económica generalizada y sincronizada de la oferta y demanda globales. Aunado a esto, una caída considerable en el apetito por riesgo y los consiguientes ajustes de cartera han generado volatilidad en los mercados financieros. En este contexto, la adopción de diversas medidas ha sido necesaria para enfrentar estos desafíos. Estas se han enfocado en atender los efectos negativos sobre el ingreso, proteger empleos y contener la propagación de efectos entre el sector real y financiero. Para las economías emergentes, el reto es aún mayor, ya que están enfrentando el choque sanitario, económico y financiero con sistemas de salud menos robustos, menor espacio para instrumentar política contracíclica y una posición económica y financiera más débil.

Para superar la crisis, es necesario utilizar todos los instrumentos de política pública disponibles (medidas fiscales, monetarias y financieras) de manera decisiva y coordinada, dentro del ámbito de competencia y responsabilidad de cada autoridad. La respuesta de política pública debe priorizar la contención de los efectos más inmediatos de la pandemia en la salud pública, a la vez que se mitiga el impacto de estas medidas sobre la economía de los hogares –particularmente, los de menores ingresos– y sobre el sector productivo. También es crucial propiciar el sano funcionamiento del sistema financiero para evitar que su comportamiento desordenado sea procíclico y para que permita canalizar los recursos necesarios para suavizar el ingreso de los hogares, financiar la recuperación y compartir riesgos de manera eficiente.

Así, la liquidez proporcionada por los bancos centrales y las medidas de flexibilidad regulatoria para el sistema financiero han contribuido a amortiguar el impacto de la pandemia y al mejor funcionamiento del sistema financiero. La pandemia ha incrementado la necesidad de un impulso fiscal, que debe financiarse, según las circunstancias de cada país, de una manera que mantenga la credibilidad en los fundamentos económicos.

Hacia delante, la evolución de la pandemia determinará la normalización tanto de la actividad económica como de las medidas extraordinarias implementadas hasta ahora. Mientras tanto, las autoridades deben mantenerse vigilantes a los retos que surjan para responder oportunamente. Esto permitirá que la actividad económica se recomponga adecuadamente a medida que mejore la situación epidemiológica.

El Banco Central Europeo (BCE) mantuvo sin cambio sus tasas de interés de referencia en sus reuniones de marzo y abril. Así, las tasas de interés de las operaciones principales de refinanciamiento, de la facilidad marginal de crédito y de la facilidad de depósito han permanecido en niveles de 0.0, 0.25 y -0.50%, respectivamente. El BCE ha reiterado que espera que estas se mantengan en los niveles actuales o por debajo de estos hasta que la inflación converja de forma robusta hacia niveles suficientemente cercanos pero menores a 2%. Asimismo, enfatizó estar listo para ajustar sus

herramientas conforme sea necesario. Por otro lado, en el periodo que cubre este Informe, dicho banco central anunció las siguientes medidas para hacer frente a las afectaciones por la propagación de COVID-19: i) otorgar temporalmente préstamos de largo plazo adicionales y mejores condiciones en su programa de préstamos de largo plazo con objetivo específico para impulsar créditos destinados a pequeñas y medianas empresas; ii) realizar compras de activos adicionales por 120 mil millones de euros en lo que resta del año; iii) seguir reinvertiendo el principal obtenido por los vencimientos de títulos del

programa de compra de activos por un periodo extendido; iv) implementar el Programa de Compra de Activos por la Emergencia Sanitaria por 750 mil millones de euros destinados a compras de valores públicos o privados hasta finales de 2020, o hasta que se termine la crisis; v) conducir una nueva serie de operaciones de refinanciamiento de largo plazo de emergencia por la pandemia, y vi) ajustar las normas sobre colateral para el programa de compras del sector corporativo, las operaciones de suministro de liquidez y la provisión de crédito a través de sus operaciones de refinanciamiento.

El Banco de Inglaterra disminuyó en dos ocasiones en el mes de marzo, en reuniones no calendarizadas, su tasa de referencia por un total de 65 puntos base para llevarla a un nivel de 0.1%. Además, durante el periodo que cubre este Informe, anunció diversas medidas de provisión de liquidez y regulatorias para procurar el buen funcionamiento de su sistema financiero. Cabe destacar que en mayo el Gobernador del Banco de Inglaterra señaló que se mantienen todas las opciones abiertas y que se podría ampliar el programa de flexibilización cuantitativa en junio.

Por su parte, el Banco de Japón, en sus reuniones de marzo, abril y mayo, mantuvo sin cambio su tasa de interés de referencia en -0.1% y su tasa objetivo de 10 años en 0%. Si bien estas tasas se ubican en niveles mínimos históricos, dicho Banco ha reiterado que espera se mantengan en sus niveles actuales o incluso por debajo de estos hasta que se alcance la meta de inflación de 2% de manera sostenida. Asimismo, en respuesta a la volatilidad en los mercados financieros y a la incertidumbre asociada al impacto de la pandemia de COVID-19 en la actividad económica, esa Institución anunció diversas medidas para relajar su postura monetaria, entre las que destacan: i) ampliar el suministro de fondos a través de la compra ilimitada de bonos gubernamentales y la provisión de fondos en dólares estadounidenses; ii) introducir operaciones especiales de suministros de fondos para facilitar el financiamiento corporativo; iii) aumentar las compras de fondos accionarios, fondos de inversión inmobiliaria, papel comercial y bonos corporativos, y, iv) promover préstamos bancarios a pequeñas y medianas empresas. Adicionalmente, anunció medidas para mantener la estabilidad en el mercado de reportos.

El Banco de Canadá disminuyó su tasa de referencia en tres ocasiones durante el periodo que cubre este Informe, tanto en su reunión calendarizada, como en dos decisiones extemporáneas. Los recortes fueron de 50 puntos base cada uno, llevando la tasa de referencia de un nivel de 1.75 a 0.25%. Asimismo, implementó un programa de compra de bonos gubernamentales, así como sus operaciones de reporto. Además de anunciar medidas para mejorar programas existentes, implementó nuevas facilidades para apoyar la liquidez y disponibilidad de crédito en los mercados financieros. Entre estas destacan: i) programas de compra de bonos gubernamentales e hipotecarios en el mercado secundario; ii) facilidad de compra de aceptaciones bancarias; iii) programas de compras en el mercado de dinero y de bonos regionales; iii) facilidad de liquidez a plazo fijo; iv) programa de compra de papel comercial; v) facilidad contingente de operaciones de reporto, y vi) programa de compra de bonos corporativos.

En las economías emergentes, diversos bancos centrales anunciaron recortes en sus tasas de interés de referencia, en algunos casos en reuniones no calendarizadas, destacando los casos de Brasil, China, Colombia, Corea, Filipinas, India, República Checa, Polonia, Rusia, Tailandia, Turquía, Israel, Sudáfrica, Chile, Colombia, Malasia, México y Perú, entre otros. Algunos bancos centrales también anunciaron medidas de provisión de liquidez, compras de bonos gubernamentales y diversas intervenciones en los mercados financieros para hacer frente a la mayor volatilidad derivada de la pandemia y promover su buen funcionamiento.

Además de las medidas de política monetaria mencionadas, diversos países han instrumentado medidas de estímulo fiscal para atenuar los efectos adversos en el empleo y en los ingresos de hogares y empresas. Estas medidas incluyen transferencias directas, subsidios salariales, prórroga en el pago de impuestos o préstamos y mejoras en el seguro de desempleo, entre otras (ver Recuadro 1).

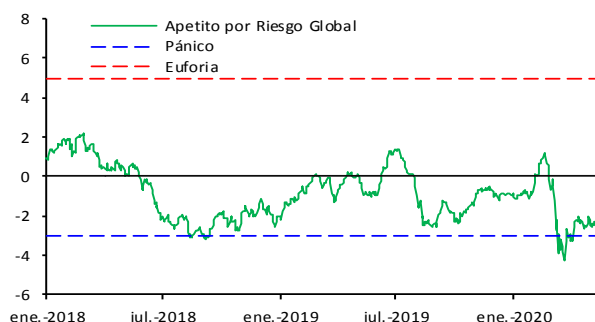
La evolución de la pandemia de COVID-19 y las preocupaciones sobre su impacto en la actividad económica mundial condujeron a un deterioro importante en las condiciones financieras globales hacia finales de febrero (Gráfica 15). En particular, los

principales índices accionarios de economías avanzadas registraron fuertes caídas (Gráfica 16), los diferenciales de crédito corporativo se ampliaron de forma importante y las tasas de interés de bonos gubernamentales de economías avanzadas disminuyeron. Sin embargo, las acciones adoptadas por las economías avanzadas para proveer liquidez y restablecer el financiamiento han contribuido para que los mercados financieros internacionales exhibieran un comportamiento más estable a partir de abril.

Así, los principales mercados accionarios de economías avanzadas presentaron ganancias a partir de principios abril, los diferenciales de rendimiento de bonos corporativos disminuyeron, el dólar se depreció frente a la mayoría de las divisas, y las tasas de interés de las economías avanzadas mostraron movimientos diferenciados (Gráficas 17 y 18). No obstante, persiste volatilidad y un apretamiento en las condiciones financieras, así como aversión al riesgo por parte de los inversionistas.

En este entorno, durante este episodio se ha registrado una recomposición de los portafolios de los inversionistas hacia activos de menor riesgo y la mayor contracción de que se tenga registro en la tenencia de activos de economías emergentes, especialmente en instrumentos de renta fija (Gráfica 19) propiciando una depreciación más abrupta que en otros episodios de estrés de las monedas de dichas economías y una alta volatilidad en sus mercados cambiarios desde que inició la pandemia (Gráficas 20 y 21). Lo anterior derivado de la mayor aversión al riesgo de los inversionistas, la exposición de dichas economías a las caídas en los precios de las materias primas y, en algunos casos, el menor espacio para la implementación de políticas contracíclicas para estimular la actividad económica. Hacia delante, el comportamiento de los mercados financieros estará influido, en gran medida, por la evolución de la pandemia, la profundidad de sus efectos sobre la actividad económica y sobre sectores específicos, como el mercado petrolero, y por las respuestas de política orientadas a promover el buen funcionamiento de los mercados financieros, procurando la estabilidad del sistema en su conjunto.

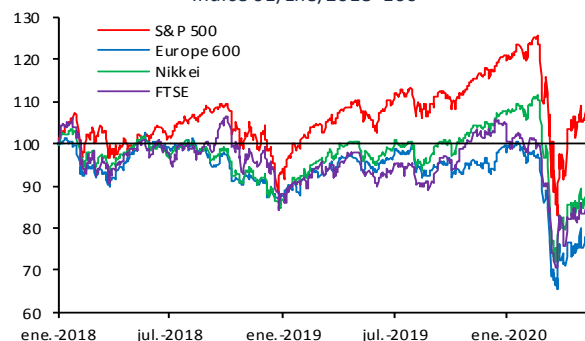
Gráfica 15
Índice de Apetito por Riesgo Global



Nota: El índice de apetito por riesgo compara diversos activos financieros, tomando en consideración que en periodos de elevado apetito por activos de mayor riesgo, tales como acciones de economías avanzadas y emergentes, estos tienden a registrar elevados rendimientos, mientras que activos seguros, tales como los bonos gubernamentales de Estados Unidos, zona del euro y Japón, tienden a presentar rendimientos negativos. Mientras tanto, en periodos de bajo apetito por riesgo sucede lo contrario. En este contexto, el valor del índice se refiere al coeficiente de una regresión del rendimiento diario de 64 activos en función de su volatilidad.

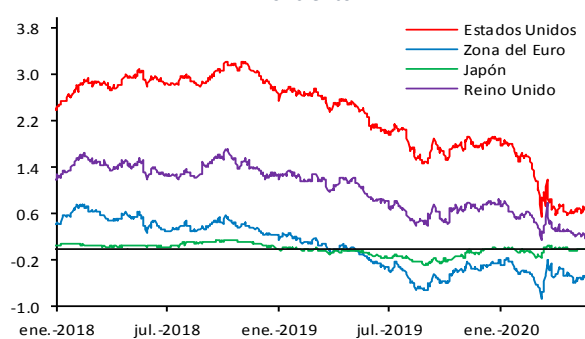
Fuente: Credit Suisse.

Gráfica 16
Mercados Accionarios de Economías Avanzadas



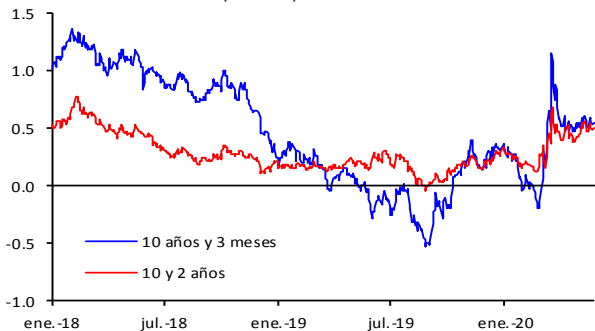
Fuente: Bloomberg.

Gráfica 17
Rendimiento de los Bonos a 10 años en Economías Avanzadas



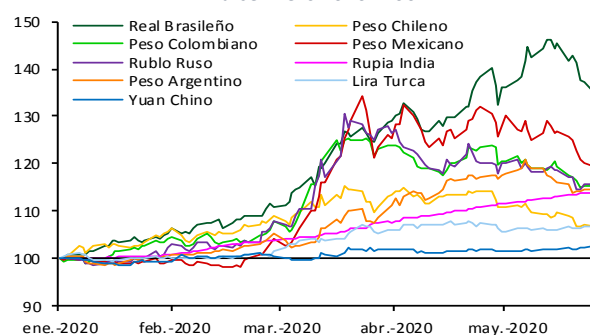
Fuente: Bloomberg.

Gráfica 18
EUA: Diferencia en el Rendimiento de los Bonos del Tesoro
En puntos porcentuales



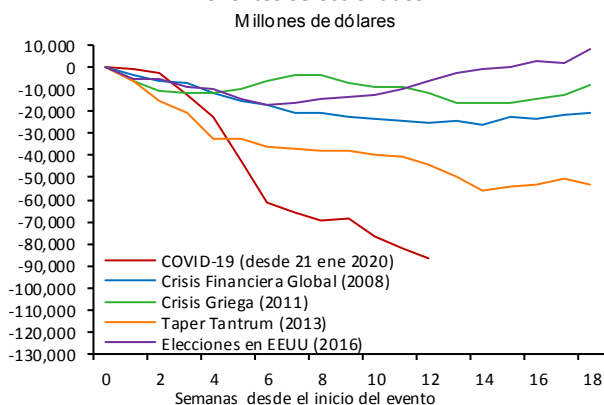
Fuente: Reserva Federal de San Luis (FRED).

Gráfica 21
Países Emergentes - Tipo de Cambio Respecto al Dólar
Índice Enero 2020 =100



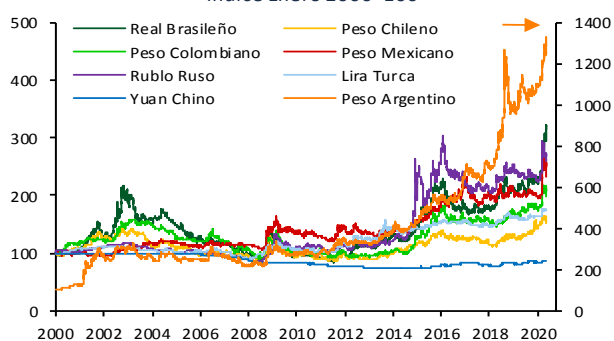
Fuente: Bloomberg.

Gráfica 19
Flujos acumulados en renta fija y variable después de
eventos seleccionados
Millones de dólares



Fuente: EPFR.

Gráfica 20
Países Emergentes - Tipo de Cambio Respecto al Dólar
Índice Enero 2000=100



Fuente: Bloomberg.

El balance de riesgos para el crecimiento se ha tornado significativamente más negativo ante la crisis sanitaria global y sus efectos potenciales sobre la oferta y demanda agregadas, así como las posibles repercusiones en los mercados financieros internacionales. En particular, destacan los siguientes riesgos derivados de la crisis sanitaria:

- i. El riesgo de que la pandemia y las respectivas medidas de confinamiento y de distanciamiento social se prolonguen o intensifiquen, afectando al crecimiento global aún más de lo anticipado. Incluso existe el riesgo de que se registren varias etapas de contagio y se presenten nuevos brotes que lleven a nuevas afectaciones a la economía.
- ii. Que continúen o se acentúen las condiciones financieras de apretamiento y que esto permee en la actividad real y en la estabilidad del sistema financiero. Por su parte, existe el riesgo de incumplimiento de pago de deuda por parte de empresas y hogares ante interrupciones en sus flujos de ingresos, caídas en los precios de sus acciones, e incluso ante menores precios del petróleo que podrían afectar a ciertas empresas y gobiernos.
- iii. Que una vez terminada la etapa de contagio y contención actual de COVID-19, se presente una recuperación más lenta de lo previsto de la demanda a nivel mundial, con una paulatina recuperación en el gasto de los hogares y de las empresas, dada la posibilidad de un nuevo escalamiento de la pandemia o una ruptura en las cadenas globales de suministro, afectándose así de manera duradera los niveles de inversión y empleo.

Además, existen otros factores de riesgo para la economía global, tales como:

- i. En el contexto del proceso electoral en Estados Unidos, pudiera presentarse un nuevo escalamiento en las tensiones comerciales y políticas entre Estados Unidos y algunos de sus principales socios comerciales. Asimismo, existe la posibilidad de que las tensiones recientes derivadas del surgimiento de COVID-19 resulten en nuevas sanciones económicas entre Estados Unidos y China.
- ii. Un agravamiento de los conflictos geopolíticos, principalmente en Medio Oriente.
- iii. El surgimiento o agravamiento de tensiones sociales y políticas en diversas regiones del mundo que igualmente afectaría la confianza de los negocios y la inversión.
- iv. Riesgos derivados de factores climáticos como sequías, incendios u otros fenómenos naturales y medioambientales que pudieran afectar el crecimiento.

La materialización de estos riesgos podría derivar en un mayor deterioro en la confianza de los hogares y de los negocios, nuevos episodios de aversión al riesgo y condiciones más astringentes en los mercados financieros internacionales, los cuales limitarían las fuentes de financiamiento de las economías emergentes, y podrían exponer vulnerabilidades para la estabilidad financiera.

2.2. Evolución de la Economía Mexicana

2.2.1. Actividad Económica

Si bien desde principios de 2020, y previo a la propagación de COVID-19, la actividad económica en México mantuvo la debilidad que había venido exhibiendo por varios trimestres, a finales del primer trimestre de 2020 la producción de bienes y servicios resintió fuertemente las medidas para contener la transmisión interna de la pandemia, así como la marcada debilidad de la economía mundial y cierta disrupción en las cadenas globales de valor, de modo que en el trimestre en su conjunto se registró una importante contracción. Además, se estima que las

afectaciones a la actividad económica del brote del virus se hayan profundizado en el segundo trimestre y se extiendan por un periodo difícil de precisar, reflejándose en una importante disminución generalizada en los principales componentes de la demanda agregada. Debe enfatizarse que, en efecto, aún existe una elevada incertidumbre acerca de la profundidad y duración del deterioro previsible en la actividad económica nacional.

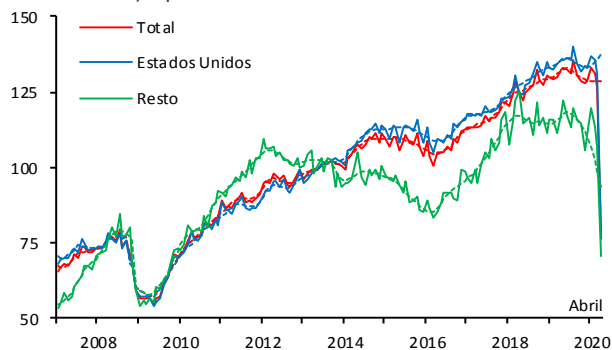
La información acerca del comercio exterior de bienes provee una visión relativamente más oportuna de la magnitud de las afectaciones iniciales de la pandemia sobre la demanda agregada. En particular, a finales del primer trimestre de 2020 y especialmente a principios del segundo los efectos sobre el comercio exterior de bienes se vieron reflejados tanto en una significativa reducción de las exportaciones, como en una profundización de la tendencia negativa que se ha venido observando en las importaciones (Gráficas 22 y 23). Destaca que en marzo y abril las exportaciones automotrices exhibieron caídas drásticas como resultado de la suspensión de actividades de las plantas armadoras durante la segunda mitad de marzo y en abril en respuesta a la emergencia sanitaria. A su vez, en abril las exportaciones manufactureras no automotrices también registraron una fuerte reducción, que las ubicó en su menor nivel desde finales de 2011. Se espera que la mayor debilidad de la economía mundial y la menor producción nacional como consecuencia de los efectos de la pandemia de COVID-19 sobre el suministro de insumos continúen teniendo un impacto desfavorable y significativo sobre el sector exportador mexicano, particularmente en mayo.

Por su parte, en el primer cuatrimestre de 2020 las exportaciones petroleras se contrajeron respecto del cuarto trimestre de 2019, reflejando los menores precios promedio de la mezcla mexicana de exportación observados desde finales de febrero y particularmente en abril, y a pesar de que la plataforma de crudo de exportación se incrementó en ese periodo. En efecto, la fuerte caída del precio de la mezcla mexicana en abril condujo a una reducción mensual superior al 40% en el valor de las exportaciones petroleras en ese mes (Gráfica 22d).

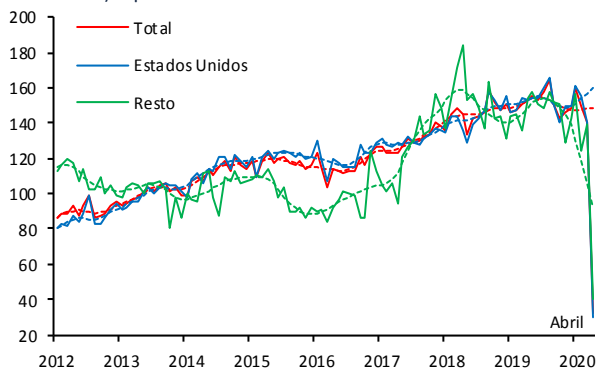
Gráfica 22
Exportaciones de México

Índice 2013=100, a. e.

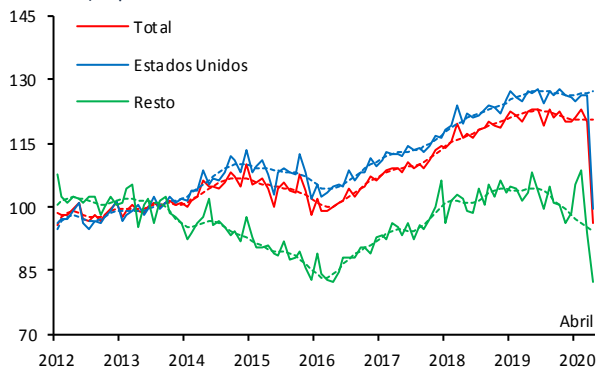
a) Exportaciones Manufactureras Totales



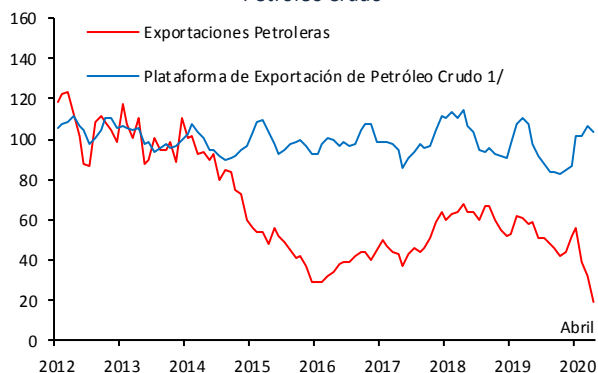
b) Exportaciones Manufactureras Automotrices



c) Exportaciones Manufactureras No Automotrices



d) Exportaciones Petroleras y Plataforma de Exportación de Petróleo Crudo



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/ Índice con base en el promedio móvil de tres meses de barriles diarios de la serie con ajuste estacional.

Fuente: Banco de México con base en PMI Comercio Internacional, S.A. de C.V., SAT, SE, Banco de México e INEGI. Balanza Comercial de Mercancías de México. SNIEG. Información de Interés Nacional.

Gráfica 23

Importaciones No Petroleras^{1/}

Índice 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 en dólares corrientes.

Fuente: Banco de México con base en PMI Comercio Internacional, S.A. de C.V., SAT, SE, Banco de México e INEGI. Balanza Comercial de Mercancías de México. SNIEG. Información de Interés Nacional.

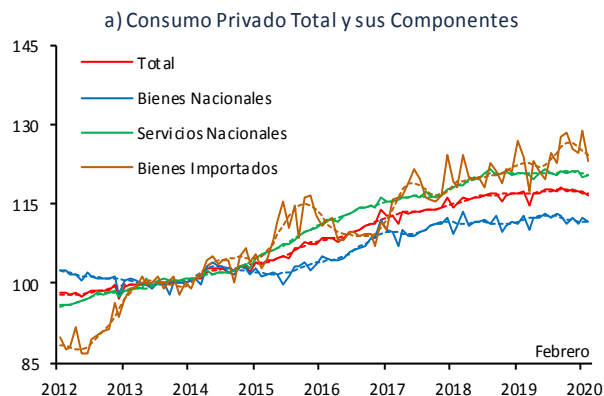
Respecto de la demanda interna, luego de la desaceleración registrada en el último trimestre de 2019, en el primer bimestre de 2020 el consumo privado exhibió una incipiente trayectoria negativa (Gráfica 24a). Ello reflejó tanto el estancamiento del consumo de bienes y servicios de origen nacional, como una mayor debilidad del consumo de bienes importados. Se anticipa que, ante la incertidumbre generada por la pandemia y como resultado de las medidas adoptadas para hacer frente a la misma, el consumo privado, particularmente el de servicios, muestre afectaciones importantes al cierre del

primer trimestre de 2020 y, especialmente, durante el segundo.

- i. Indicadores del consumo, tales como los ingresos en establecimientos comerciales al menudeo y las ventas de las industrias manufactureras más relacionadas con el consumo de bienes en el mercado nacional a marzo, sugieren que durante el primer trimestre de 2020 prevaleció la debilidad de este agregado. Al mismo tiempo, las importaciones de bienes de consumo no automotrices registraron importantes contracciones en febrero, marzo y, de manera más profunda, en abril, acentuándose la trayectoria decreciente que habían venido exhibiendo desde trimestres previos. Por su parte, si bien las ventas de vehículos ligeros habían presentado una reactivación en el primer bimestre del año, en marzo registraron una caída mensual superior al 20% y otra en abril cercana al 50% debido a las medidas adoptadas para hacer frente a la pandemia, ubicándose en un nivel inferior al observado durante la crisis financiera global. En el mismo sentido, las ventas de los establecimientos afiliados a la Asociación Nacional de Tiendas de Autoservicio y Departamentales (ANTAD) exhibieron una contracción mensual desestacionalizada en términos reales de más de 20% en abril explicada, en buena medida, por la evolución desfavorable de las ventas de las tiendas departamentales (Gráficas 24b, 24c y 24d). Finalmente, el gasto diario con tarjetas de crédito y débito ha mostrado variaciones anuales negativas desde finales de marzo, presentando disminuciones de alrededor de 90% en rubros como hoteles, restaurantes y transporte aéreo, y de entre 40 y 50% en rubros como entretenimiento, comida rápida, gasolinas y ventas al detalle (Gráficas 24e y 24f).
- ii. En cuanto a algunos de los determinantes del consumo, si bien en el primer trimestre de 2020 la masa salarial real continuó expandiéndose como reflejo, principalmente, del aumento de

los ingresos medios reales, el deterioro que ha venido presentando el mercado laboral podría debilitarla hacia delante (Gráfica 25a). Por su parte, si bien la confianza del consumidor se mantuvo en niveles relativamente elevados, durante el primer trimestre presentó disminuciones mensuales, siendo la contracción de marzo la más evidente ante la declaración de la emergencia sanitaria (Gráfica 25b).¹ En contraste, luego de la desaceleración que las remesas provenientes de trabajadores mexicanos en el exterior mostraron a finales de 2019, en el periodo que se reporta estas se reactivaron, como resultado, principalmente, de un fuerte repunte en marzo. Dicho comportamiento pudo haber reflejado diversos factores, tales como una anticipación ante las medidas de confinamiento o la depreciación de la moneda nacional. No obstante, hacia delante se estima que las remesas se verán afectadas por el deterioro observado en el mercado laboral estadounidense (Gráfica 25c). Finalmente, el crédito destinado al consumo siguió creciendo a tasas bajas (ver Sección 2.2.4). Así, se prevé que los determinantes del consumo se debilitarán de manera notoria, especialmente en el segundo trimestre de 2020, como consecuencia de las afectaciones ocasionadas por la pandemia en la economía en general, y en particular en el mercado laboral.

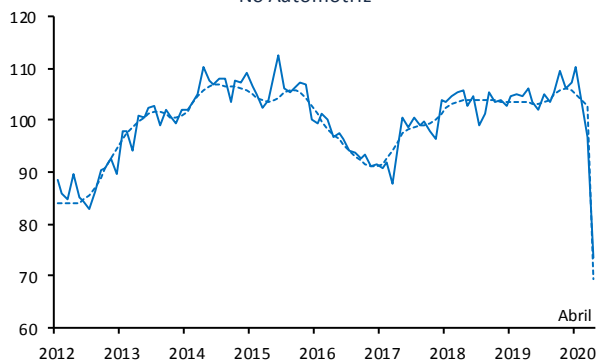
Gráfica 24
Indicadores de Consumo
Índice 2013=100, a. e.



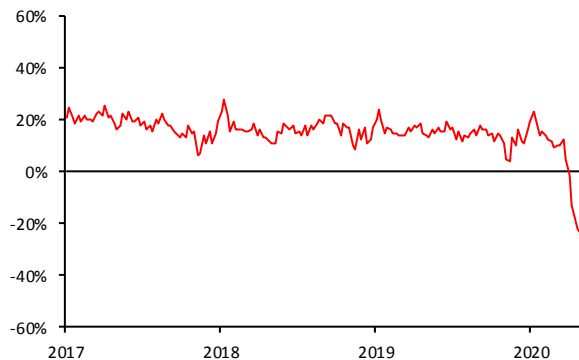
¹ En respuesta a las medidas aprobadas por el Consejo de Salubridad General, el 31 de marzo INEGI anunció la postergación de las encuestas en hogares que involucraran entrevistas cara a cara. En este contexto, se suspendió el levantamiento de la Encuesta Nacional sobre la

Confianza del Consumidor (ENCO) referentes a abril y mayo, de modo que para dichos meses no se contará con información del indicador de confianza del consumidor.

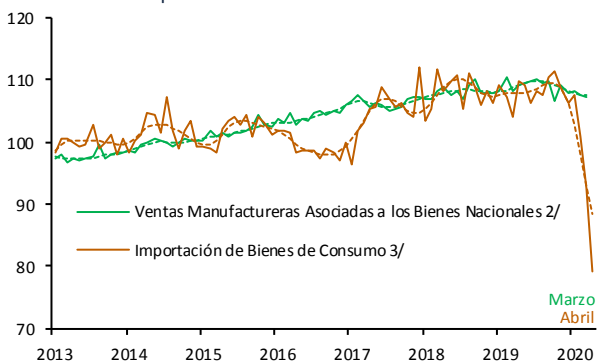
b) Importaciones de Bienes de Consumo No Petrolero No Automotriz^{1/}



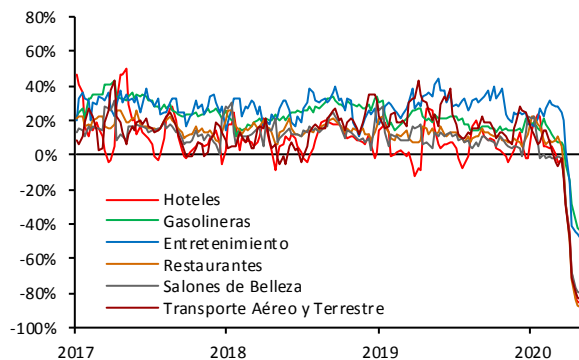
e) Gasto Semanal Total en Tarjeta de Crédito y Débito Variaciones Porcentuales Anuales^{4/}



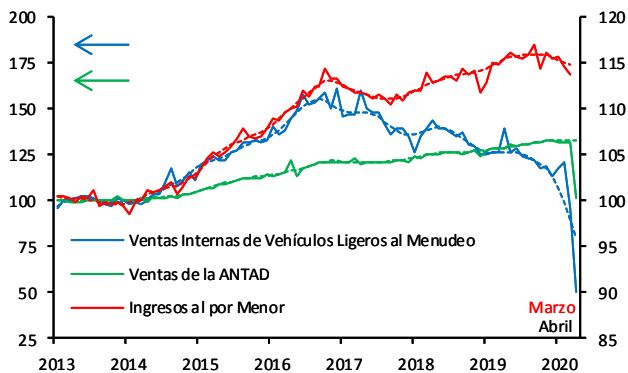
c) Ventas Manufactureras Asociadas a los Bienes Nacionales e Importaciones de Bienes de Consumo



f) Rubros Seleccionados Variaciones Porcentuales Anuales^{4/}



d) Ventas Internas de Vehículos Ligeros al Menudeo, Ventas en Términos Reales de la ANTAD e Ingresos en Establecimientos Comerciales al por Menor



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/} A partir de cifras en dólares corrientes.

^{2/} Se refiere a las ventas de la Encuesta Mensual de la Industria Manufacturera (EMIM) relacionadas al consumo privado de bienes.

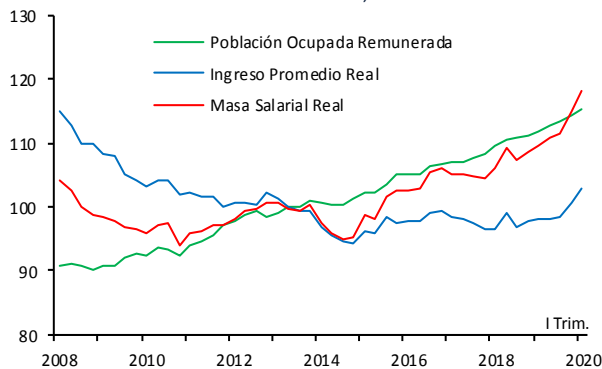
^{3/} Se refiere a las importaciones de bienes de consumo duradero y no duradero en términos reales.

^{4/} Datos al 24 de mayo de 2020. Promedio móvil de 4 semanas.

Fuente: a) Sistema de Cuentas Nacionales de México (SCNM), INEGI. b) Banco de México con base en PMIComercio Internacional, S.A. de C.V., SAT, SE, Banco de México e INEGI. Balanza Comercial de Mercancías de México. SNIEG. Información de Interés Nacional. c) Banco de México con información de la Encuesta Mensual de la Industria Manufacturera (EMIM) y SAT, SE, Banco de México, INEGI. Balanza Comercial de Mercancías de México. SNIEG. Información de Interés Nacional. d) Banco de México con base en información de la Asociación Nacional de Tiendas de Autoservicio y Departamentales (ANTAD), de la Encuesta Mensual sobre Empresas Comerciales (EMEC), INEGI, y del Registro Administrativo de la Industria Automotriz de Vehículos Ligeros, INEGI. Desestacionalización de las ventas reales de la ANTAD y de las ventas internas de vehículos ligeros al menudeo por Banco de México. e) y f) Banco de México.

Gráfica 25
Determinantes del Consumo

a) Masa Salarial Real Total
Índice 2013=100, a. e.

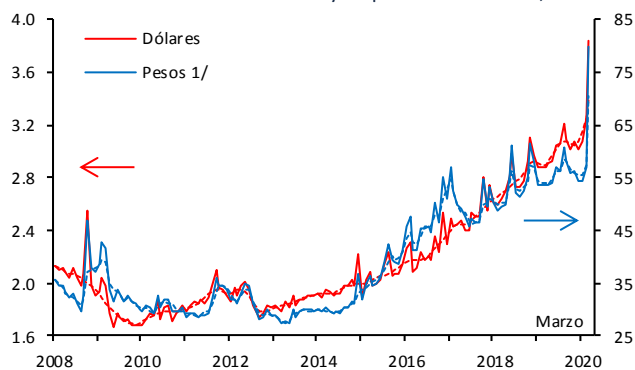


b) Confianza del Consumidor
Balance de respuestas, a. e.



c) Remesas

Miles de millones de dólares y de pesos constantes, 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/ A precios de la segunda quincena de julio de 2018.

Fuente: a) Elaboración de Banco de México con información de la Encuesta Nacional de Ocupación y Empleo (ENOE), INEGI. b) Encuesta Nacional sobre la Confianza del Consumidor (ENCO), INEGI y Banco de México. c) Banco de México e INEGI.

Con relación a la inversión fija bruta, en el primer bimestre de 2020 esta mantuvo una trayectoria decreciente, misma que se anticipa que se acentuará en marzo (Gráfica 26a). En particular:

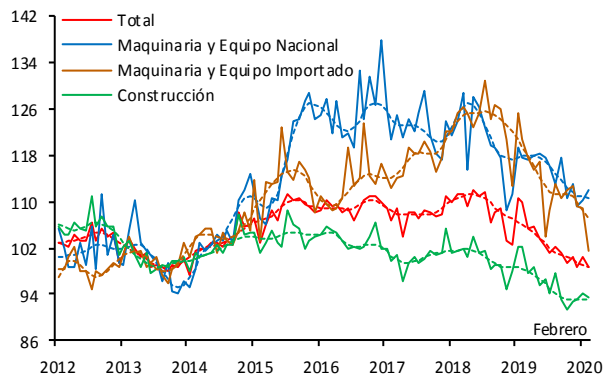
- i. El gasto de inversión en construcción en el primer bimestre del año mantuvo debilidad. A su interior, la construcción no residencial permaneció en niveles bajos, al tiempo que la residencial presentó cierta recuperación respecto de lo observado en el segundo semestre de 2019 (Gráfica 26b). Por sector institucional, en el primer trimestre de 2020 la obra contratada por el sector público permaneció en niveles especialmente bajos, en tanto que persistió el comportamiento desfavorable de la construcción contratada por el sector privado (Gráfica 26c). Respecto de esta última, continuaron observándose menores gastos en transporte y urbanización, en agua, riego y saneamiento, así como en el agregado de electricidad y telecomunicaciones.
- ii. En el primer bimestre de 2020, la inversión en maquinaria y equipo acentuó su trayectoria a la baja como consecuencia de la tendencia negativa del agregado sin equipo de transporte. A su vez, si bien el gasto en equipo de transporte mostró cierta recuperación a principios del año, se espera que este rubro también presente afectaciones ante la suspensión de actividades en la industria automotriz entre finales de marzo y mayo. Además, en marzo y abril las importaciones de bienes de capital exhibieron importantes contracciones (Gráfica 26d).

Al igual que en el caso del consumo, se prevé que la inversión se vea afectada considerablemente por la mayor incertidumbre y los efectos económicos asociados a la pandemia. En particular, es posible que a finales del primer trimestre de 2020 la inversión ya haya resentido la volatilidad e incertidumbre en los mercados financieros internacionales y que el paro de algunas actividades económicas, como la construcción, acentúen su debilidad, particularmente durante el segundo trimestre del año.

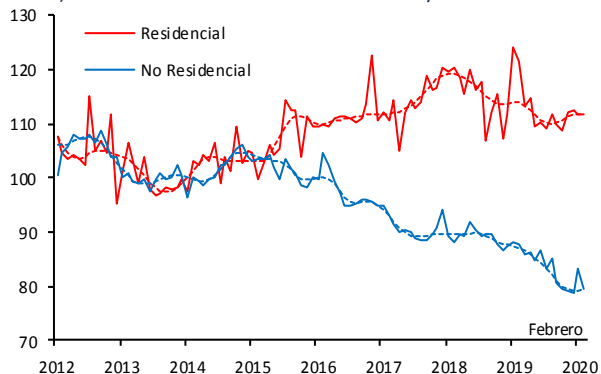
En este contexto, es importante tener en cuenta que la persistencia de bajos niveles de inversión no solo disminuye el dinamismo de corto plazo de la actividad económica por el lado de la demanda agregada, sino que, de persistir, podría conducir a un menor crecimiento potencial. Por ello, es indispensable que, además de enfrentar en el corto plazo la emergencia económica causada por la pandemia de COVID-19, se continúen atendiendo los retos que por varios años han venido impidiendo una mayor inversión. En particular, es necesario adoptar medidas que impulsen una mayor productividad y una asignación más eficiente de los recursos, así como propiciar un ambiente de confianza conducente a la recuperación de la inversión mediante el fortalecimiento del estado de derecho y garantizando la certidumbre jurídica.

Gráfica 26
Indicadores de Inversión
Índice 2013=100, a. e.

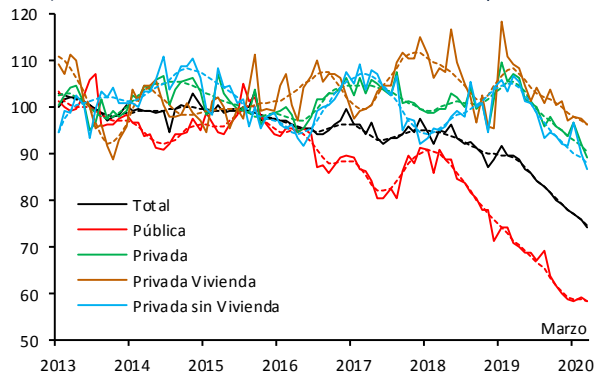
a) Inversión y sus Componentes



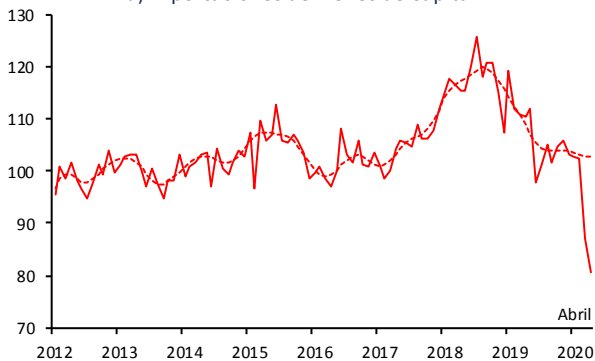
b) Inversión en Construcción Residencial y No Residencial



c) Valor Real de la Producción en la Construcción por Sector



d) Importaciones de Bienes de Capital ^{1/}



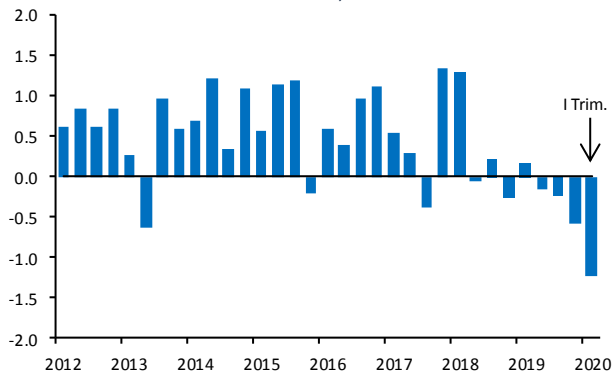
a. e. / Serie con ajuste estacional y serie de tendencia. La primera se representa con la línea sólida y la segunda con la punteada.

^{1/} A partir de cifras en dólares corrientes.

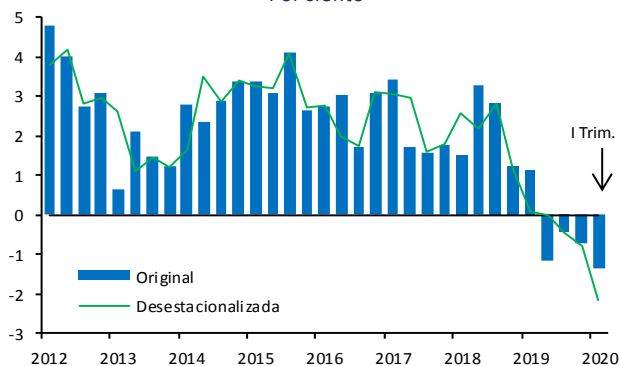
Fuente: a) y b) Sistema de Cuentas Nacionales de México (SCNM), INEGI. c) Elaboración de Banco de México con información de la Encuesta Nacional de Empresas Constructoras (ENEC), INEGI. Desestacionalización de Banco de México, excepto para la serie del total. d) Fuente: Banco de México con base en PMI Comercio Internacional, S.A. de C.V., SAT, SE, Banco de México e INEGI. Balanza Comercial de Mercancías de México. SNIEG. Información de Interés Nacional.

Por el lado de la producción, luego de que la actividad económica siguiera mostrando debilidad a inicios de 2020, en marzo esta comenzó a resentir fuertemente las afectaciones de las medidas de distanciamiento social adoptadas para hacer frente a la pandemia de COVID-19, así como de ciertas interrupciones en las cadenas globales de valor y una menor demanda externa. En efecto, en el primer trimestre del año el PIB presentó una importante contracción trimestral desestacionalizada de 1.24% (disminución anual de 1.4% con cifras originales), luego de caídas respectivas de 0.22 y 0.57% en el tercer y cuarto trimestres de 2019 (Gráfica 27). Esta cifra estuvo fuertemente influida por un deterioro en el nivel de actividad productiva en marzo.

Gráfica 27
Producto Interno Bruto
 a) Variaciones Trimestrales
 Por ciento, a. e.



b) Variaciones Anuales
 Por ciento



a. e. / Serie con ajuste estacional.

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

En efecto, en marzo se acentuó de manera significativa la trayectoria negativa tanto de la producción industrial, como la de los servicios como resultado de las afectaciones iniciales de la pandemia de COVID-19 (Gráficas 28 y 29a). En específico:

- i. Al interior de las actividades secundarias, en el primer trimestre de 2020 la construcción permaneció en niveles bajos como reflejo de la debilidad de todos sus subsectores, destacando la trayectoria decreciente del rubro correspondiente a las obras de ingeniería civil (Gráfica 29b). Se anticipa que durante el segundo trimestre este sector presente disminuciones importantes como resultado de las afectaciones causadas por la pandemia.
- ii. La actividad manufacturera continuó exhibiendo una tendencia a la baja, a pesar de una reactivación en la fabricación de equipo de transporte en el periodo enero — febrero. En

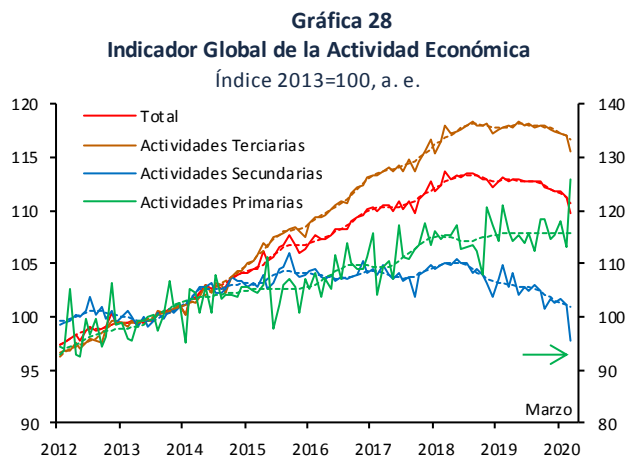
este contexto, en marzo se reportaron diversas suspensiones de actividades en algunos sectores manufactureros por la falta de insumos importados, primordialmente originarios de China, y por paros en la industria automotriz como medida de prevención ante la emergencia sanitaria, mismos que se extendieron a abril y mayo, y al que se sumaron diversos subsectores considerados como no esenciales por las autoridades. En particular, la producción de vehículos ligeros mostró en marzo una caída mensual superior al 20%, mientras que en abril la contracción fue cercana al 100% como reflejo de la suspensión total de operaciones de la mayoría de las armadoras instaladas en México (Gráficas 29c y 29d). De este modo, la producción manufacturera de equipo de transporte mostró un fuerte deterioro en marzo, y se anticipa que este sea mayor durante el segundo trimestre. En cuanto a las manufacturas sin equipo de transporte, la contracción que registraron en el periodo enero — marzo se explicó, principalmente, por las contribuciones negativas de los subsectores de fabricación de equipo de computación y accesorios eléctricos, de fabricación de derivados del petróleo y del carbón, y de la industria química. Asimismo, destaca que en marzo la mayoría de los subsectores definidos como no esenciales comenzaron a resentir los efectos de la emergencia sanitaria, por lo que se anticipa que en el segundo trimestre también se profundice el desempeño desfavorable del agregado de manufacturas sin equipo de transporte.

- iii. Por su parte, en el primer trimestre del año la minería volvió a mostrar cierta debilidad, luego del dinamismo observado en la segunda mitad de 2019. Lo anterior reflejó, principalmente, la evolución desfavorable del rubro de minerales metálicos y no metálicos, toda vez que la extracción de petróleo mantuvo cierta reactivación. No obstante, dicha recuperación podría tener una reversión temporal ante el compromiso de México de reducir su producción en 100 mil barriles de crudo diarios durante mayo y junio, en un contexto en el que persisten retos para continuar aumentando la plataforma de producción y en el que los bajos precios del crudo disminuyen la rentabilidad de diversos

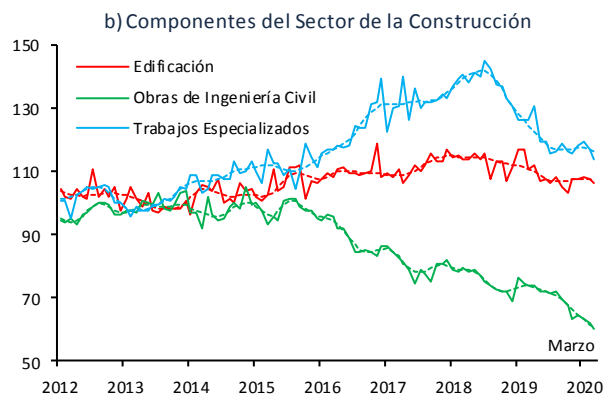
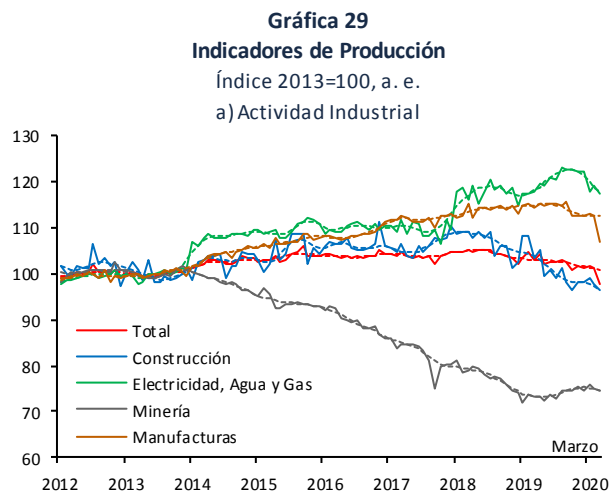
pozos. Además, se espera que la minería no petrolera continúe resintiéndose en el segundo trimestre los efectos de la suspensión de la mayoría de sus actividades ante la emergencia de salud (Gráficas 29e y 29f).

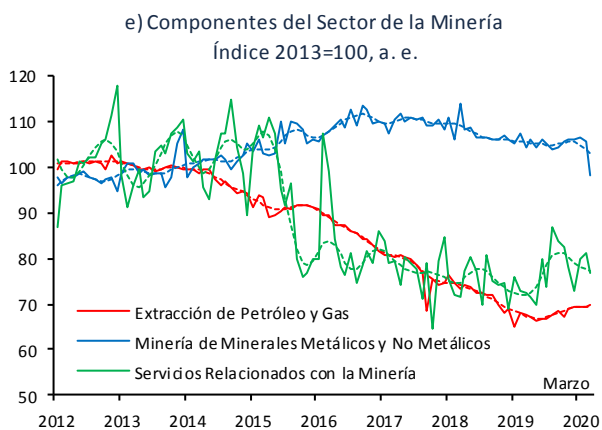
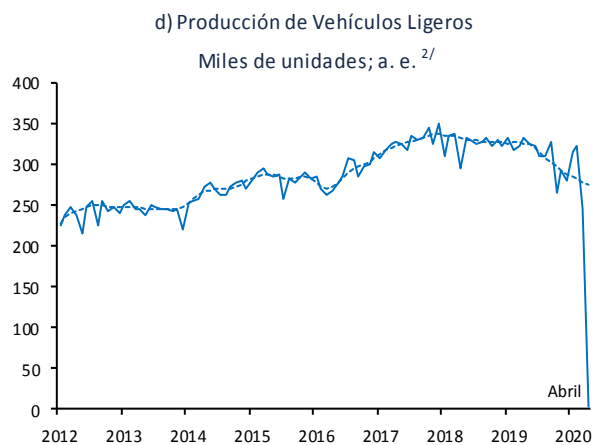
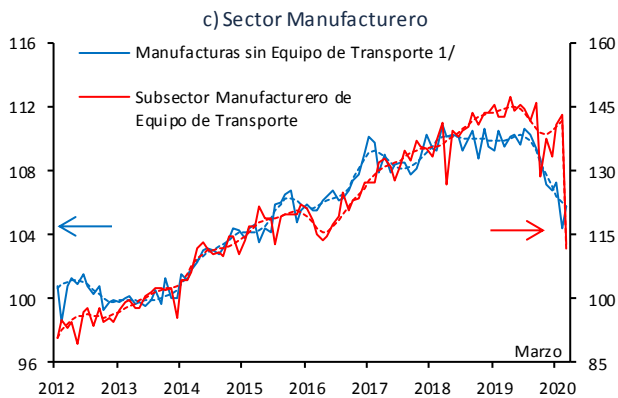
iv. En el periodo enero — marzo de 2020, los servicios mostraron una contracción trimestral como consecuencia, principalmente, de retrocesos en los servicios de transporte e información en medios masivos, en los servicios de alojamiento temporal y preparación de alimentos, en el comercio al por menor y en los servicios de esparcimiento. En contraste, las actividades de gobierno y los servicios financieros e inmobiliarios registraron avances (Gráfica 30). El resultado en el trimestre reflejó, en buena medida, la notoriamente menor actividad del sector servicios a partir de marzo derivada de la adopción de medidas para hacer frente a la contingencia de salud, toda vez que ello implicó la cancelación de diversas actividades, especialmente turísticas, educativas, recreativas y culturales. Se anticipa, además, que estas afectaciones se profundicen en el segundo trimestre del año y se extiendan por un periodo aún indeterminado, que dependerá de la evolución de la pandemia tanto en México, como en los países de donde normalmente se recibe un mayor número de visitantes. Respecto de esto último, la afluencia de viajeros internacionales en marzo de 2020 exhibió una fuerte contracción, la cual se prevé continúe en los meses subsecuentes. Así, se anticipa una importante afectación en los sectores y regiones del país más orientados al turismo (Gráfica 31).

v. En el primer bimestre de 2020, las actividades primarias exhibieron una importante disminución. No obstante, esta se revirtió en marzo, de modo que en el trimestre en su conjunto las actividades primarias crecieron. Dicho avance trimestral fue reflejo de mayores superficies cosechadas para los ciclos primavera-verano y otoño-invierno, así como de incrementos en la producción de algunos cultivos como maíz en grano, fresa, frijol, maíz forrajero, sorgo en grano y chile verde.



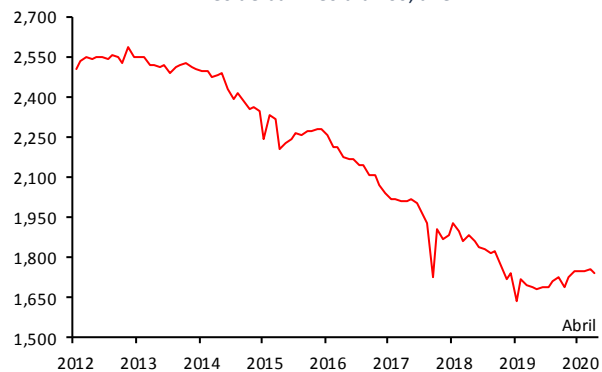
a. e. / Serie con ajuste estacional y serie de tendencia. La primera se representa con la línea sólida y la segunda con la punteada.
Fuente: Sistema de Cuentas Nacionales de México. INEGI.





f) Plataforma de Producción Petrolera ^{3/}

Miles de barriles diarios, 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/} Elaboración y desestacionalización del Banco de México con información de INEGI.

^{2/} Desestacionalización de Banco de México con datos del Registro Administrativo de la Industria Automotriz de Vehículos Ligeros, INEGI.

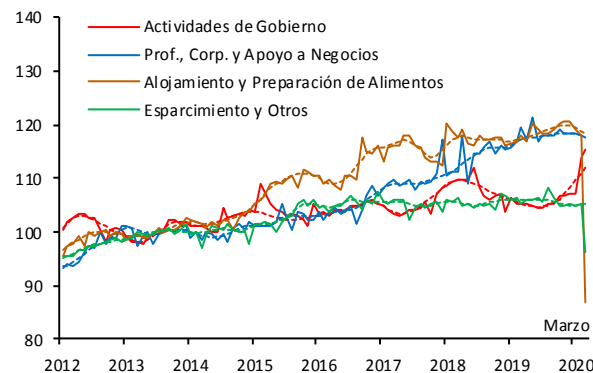
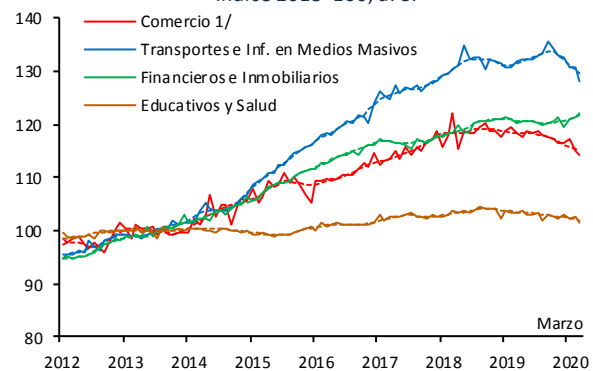
^{3/} Desestacionalización de Banco de México con cifras de la Base de Datos Institucional de Pemex.

Fuente: Indicador Mensual de la Actividad Industrial, Sistema de Cuentas Nacionales de México (SCNM), Registro Administrativo de la Industria Automotriz de Vehículos Ligeros, INEGI y Pemex.

Gráfica 30

IGAE del Sector Servicios

Índice 2013=100, a. e.

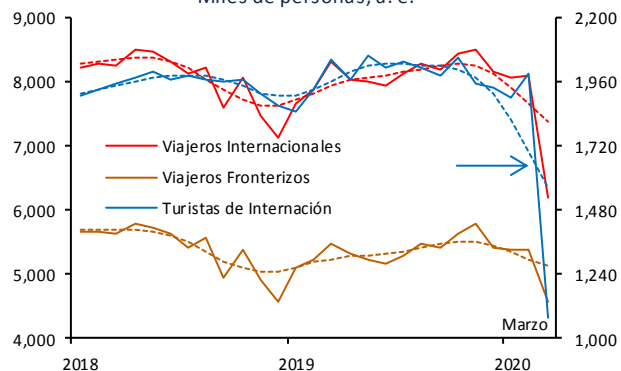


a. e. / Serie con ajuste estacional y serie de tendencia. La primera se representa con la línea sólida y la segunda con la punteada.

^{1/} Incluye comercio al por menor y al por mayor.

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

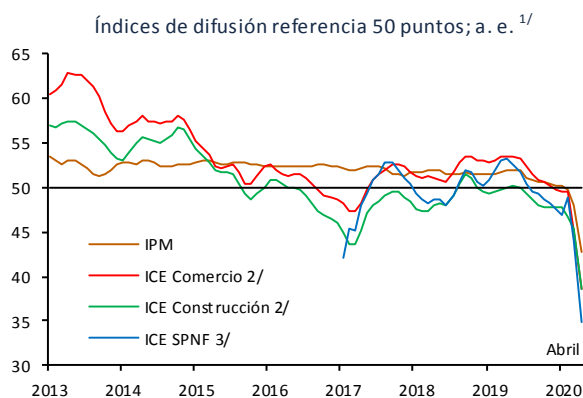
Gráfica 31
Viajeros Internacionales
Miles de personas, a. e. ^{1/}



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/} Desestacionalización de Banco de México.

De manera congruente con el deterioro de la actividad económica desde finales del primer trimestre como consecuencia de las medidas implementadas para combatir la pandemia de COVID-19, los indicadores de opinión empresarial para México muestran para marzo y abril un mayor pesimismo en cuanto al comportamiento esperado para las manufacturas, la construcción y los servicios (Gráfica 32).

Gráfica 32
Indicador de Pedidos Manufactureros e Indicadores de Opinión Empresarial

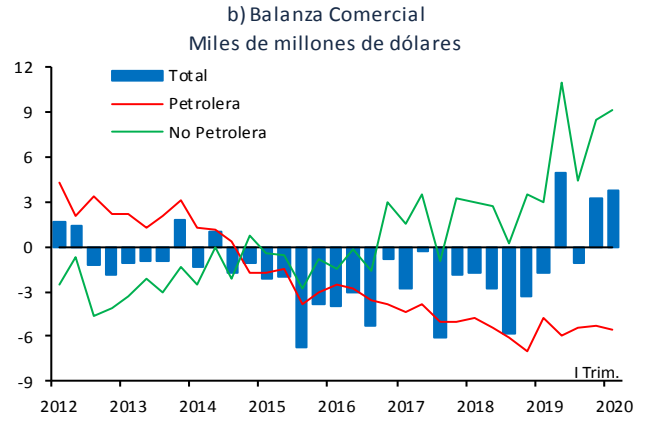
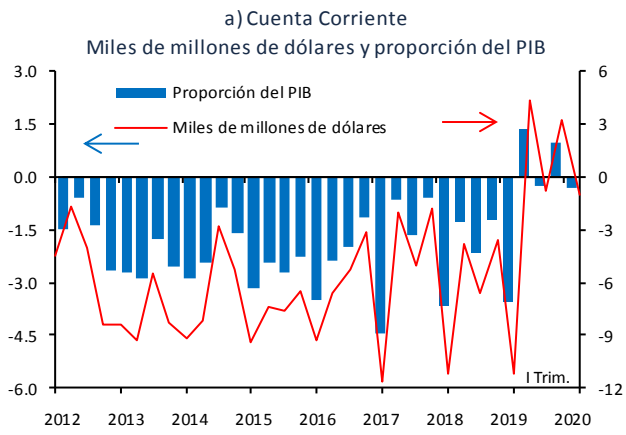


a. e./ Series con ajuste estacional.
^{1/} Promedio móvil de 3 meses hasta enero de 2020.
^{2/} Series desestacionalizadas por Banco de México.
^{3/} Servicios Privados no Financieros. Corresponde a la serie original debido a que la serie inicia en 2017.
Fuente: Encuesta Mensual de Opinión Empresarial (EMOE), Banco de México e INEGI.

En resumen, la pandemia de COVID-19 que el país ha venido enfrentando desde finales de febrero y las medidas necesarias para hacerle frente, tales como la suspensión de diversas actividades consideradas como no esenciales y las acciones de distanciamiento social, han ocasionado choques a la actividad productiva provenientes tanto del lado de la demanda, como del lado de la oferta. En este contexto, el Recuadro 2 presenta estimaciones ex ante de las posibles afectaciones de estos choques sobre el PIB de México con base en un enfoque de matriz insumo producto y bajo distintos supuestos sectoriales de grado y duración de afectación.

Con relación a las cuentas externas del país, en el primer trimestre de 2020 el déficit de la cuenta corriente fue menor al reportado en igual trimestre de 2019. En efecto, el déficit de la cuenta corriente en el periodo de referencia se ubicó en 0.3% del PIB, inferior al de 3.6% del primer trimestre de 2019 (Gráfica 33a). Dicho resultado fue reflejo, principalmente, de una importante ampliación anual del superávit de la balanza comercial no petrolera (Gráfica 33b) y de un menor déficit del ingreso primario, si bien también contribuyeron los mayores ingresos por remesas. El mayor superávit de la balanza comercial no petrolera se explica, a su vez, por la expansión anual de las exportaciones y la disminución anual de las importaciones que se observó en el primer trimestre de 2020. No obstante, a inicios del segundo trimestre se registró una importante reversión de la balanza comercial de mercancías derivada de la fuerte contracción que se registró en el superávit automotriz. Cabe señalar que los choques de financiamiento externo ocasionados por la pandemia se han presentado en un contexto en el que el déficit de la cuenta corriente se ubicó en niveles relativamente bajos en el primer trimestre del año y en el que el régimen de tipo de cambio flexible contribuye a que se lleven a cabo los ajustes necesarios para evitar desbalances importantes en las cuentas externas.

Gráfica 33
Cuenta Corriente y Balanza Comercial



Fuente: a) Banco de México e INEGI y b) SAT, SE, Banco de México, INEGI. Balanza Comercial de Mercancías de México. SNIEG. Información de Interés Nacional.

Recuadro 2. Estimación Ex -Ante del Impacto de la Pandemia de COVID-19 sobre la Actividad Económica en México

1. Introducción

Desde una perspectiva económica, la pandemia de COVID-19 ha dado origen a diversos choques a la economía mexicana. Por una parte, debido al brote del virus en otras regiones del mundo, se vieron interrumpidas algunas cadenas globales de valor, de modo que en marzo varias industrias reportaron disrupciones en el suministro de insumos importados, especialmente de los originarios de China. Por otra parte, la implementación de las medidas para contener el brote interno ha derivado en el cese parcial o total de un gran número de actividades productivas, ya sea por una restricción directa a los sectores considerados como no esenciales, o bien por una disminución de la demanda interna y externa que enfrentan.¹ En este Recuadro, se presentan estimaciones ex-ante del impacto que la pandemia de COVID-19 podría tener sobre la economía mexicana con base en diversos supuestos sobre la profundidad y duración de la afectación en los sectores de actividad económica. Dada la gran incertidumbre que prevalece sobre la evolución de la pandemia misma y sobre sus efectos en la economía, el ejercicio representa escenarios que muestran el posible orden de magnitud del impacto sobre el PIB que podría esperarse bajo los supuestos descritos y no constituyen pronósticos puntuales del nivel de actividad para 2020.

2. Estimación ex-ante del Impacto del COVID-19 en México

Para estimar los potenciales efectos de la pandemia de COVID-19 en la economía mexicana, se utilizó un enfoque contable a partir de la Matriz de Insumo Producto 2013 de México (MIP),² con base en supuestos sobre los días de duración del brote en cada entidad federativa y sobre el grado de afectación por subsector de actividad económica. En este sentido, se proyectaron tres escenarios que difieren en los supuestos de la duración y el grado de las afectaciones provocadas por la emergencia sanitaria e ilustran en conjunto el orden de magnitud de los efectos de la pandemia sobre la actividad económica bajo dichos supuestos, tanto en casos de afectación moderada, como de una afectación más profunda:

- **Escenario de afectación tipo V:** Supone afectaciones derivadas de la emergencia sanitaria sobre la actividad económica que ocurren entre marzo y mayo, y que a partir de junio se presenta una normalización relativamente rápida de la actividad económica.
- **Escenario de afectación tipo V profunda:** Supone afectaciones mayores en abril y mayo relativo al escenario tipo V, y que estas se extienden a meses subsecuentes, si bien con una intensidad que va disminuyendo gradualmente.

- **Escenario de afectación tipo U profunda:** Supone que las afectaciones entre marzo y mayo son las mismas que en el escenario tipo V, pero que la intensidad de las afectaciones se disipa más lentamente que en el escenario tipo V profunda, perdurando hasta septiembre.

Para cada escenario, se calcularon los efectos directos para cada subsector (consecuencias inmediatas del fenómeno), así como los indirectos (afectaciones derivadas de los encadenamientos productivos).

2.1 Supuestos de inicio de afectación por entidad federativa

Para los tres escenarios se supone un inicio diferenciado de las afectaciones por entidad federativa. En particular, con base en los comunicados oficiales previos a la declaración de la Fase 2 de la pandemia en marzo,³ se clasificó el inicio de las afectaciones en cada entidad federativa con base en el número de casos confirmados de COVID-19 y la detección cronológica de estos. Así, para cada estado se supuso alguna de las siguientes etapas de inicio de afectación conforme a la clasificación de la Figura 2:

- **Inicio temprano:** afectación durante 14 días de marzo.
- **Inicio medio:** afectación durante 8 días de marzo.
- **Inicio tardío:** ningún día de afectación en marzo.

Nótese que, como se indicó, si bien los tres escenarios suponen un inicio diferenciado de las afectaciones por estado, se supone que a partir de abril los choques son uniformes entre las entidades, por lo que la fecha de terminación de las afectaciones varía entre escenarios, pero la duración es igual para todas las regiones.

Figura 2
Clasificación de las Entidades Federativas
según Inicio del Fenómeno



Fuente: elaboración de Banco de México con datos de la Secretaría de Salud.

¹ En el Anexo se presenta el porcentaje de ramas de actividad dentro de cada subsector consideradas como esenciales, con base en la clasificación difundida en el decreto publicado el 31 de marzo de 2020 en el Diario Oficial de la Federación, así como la participación sectorial en el PIB. A finales de mayo se anunció que la industria automotriz, la construcción y la minería también serían consideradas como actividades esenciales a partir de junio, pudiendo reiniciar actividades antes si cumplían los protocolos de salud establecidos por la autoridad.

² Este enfoque podría sobreestimar el impacto en la actividad en la medida en que parte de un choque ya esté capturado por otro. También podría subestimar el efecto si la interacción entre oferta y demanda diera lugar a efectos multiplicadores adicionales. Dada la dificultad del ejercicio, se considera que, no obstante estas posibilidades, las estimaciones son útiles para ilustrar el orden de magnitud sobre el posible impacto en la actividad económica.

³ La fase dos de la pandemia en México se declaró formalmente el 24 de marzo de 2020.

2.2 Supuestos del grado de afectación y estimación del impacto sobre el PIB

A partir de comunicados oficiales de dependencias gubernamentales, cámaras empresariales y notas periodísticas, se hicieron supuestos sobre la magnitud del impacto por subsector (Cuadro 1), los cuales, en conjunto con los supuestos de duración para cada entidad federativa, permiten la estimación del posible grado de afectación por estado y por sector. Con esta medida y la participación de cada sector por entidad en el PIB nacional, se estima el porcentaje de pérdida de la producción anual debido a la pandemia:

$$\theta_s = \sum_e \sum_d \alpha_{s,e} * \frac{A_{e,d,s}}{365}$$

Donde θ_s es la pérdida o ganancia directa estimada para cada subsector (s) asociada a la pandemia; $\alpha_{s,e}$ es la participación de cada entidad (e) y sector (s) en el PIB nacional de 2018; y $A_{e,d,s}$ es el grado de afectación en cada entidad (e) y sector (s) para los días considerados (d).

Una vez calculados los efectos directos en la producción anual de cada subsector, estos se aplican como perturbaciones a la MIP para obtener los efectos indirectos derivados de la interdependencia sectorial. En este contexto, se utiliza tanto la representación estándar de insumo-producto que relaciona a los sectores por el lado de la demanda (Leontief, 1953), como la variación de este modelo que analiza la relación desde el punto de vista de la oferta (Gosh, 1964) considerando la provisión de insumos intermedios.

2.2.1 Choques de Oferta

Se consideran como choques de oferta las interrupciones en la producción derivadas de las medidas de contención, tales como el cese de actividades en las industrias no esenciales, así como los efectos sobre la producción ocasionados por la escasez de insumos importados.

Desabasto de insumos importados. A partir de mediados febrero de 2020, y especialmente en marzo, diversas industrias reportaron cortes en el suministro de materias primas importadas, particularmente de las electrónicas provenientes de China. En este sentido, en marzo el volumen de insumos provenientes de dicho país registró una contracción anual de cerca del 12%. Asimismo, el volumen de insumos provenientes de Estados Unidos y Canadá vía terrestre disminuyó alrededor del 23% en marzo. Tomando en cuenta la ponderación que las importaciones de insumos originarios de China y los provenientes de Norteamérica que ingresan por vía terrestre tienen en el total de insumos importados de México, se supuso un choque negativo de 12% en la demanda intermedia de la industria manufacturera durante marzo para

reflejar los problemas de desabasto mencionados. Este supuesto aplica a los tres escenarios.

Estimación del impacto por medidas de contención y restricciones oficiales. Aquellas actividades productivas definidas como no esenciales tuvieron que detener su producción a partir de abril. Asimismo, en semanas previas a esta declaración, algunas empresas, principalmente del sector automotriz, habían anunciado paros técnicos, en tanto que otras industrias, incluso consideradas como esenciales, han reportado alguna desviación en su nivel de actividad regular. En este contexto, para cada subsector de las manufacturas se cuenta con supuestos específicos de afectación para cada uno de los tres escenarios que se detallan en los Cuadros 1 y 2 y que reflejan la menor actividad ocasionada por esas medidas. En el caso de no contar con información suficiente para algún rubro, se supuso una disminución directa de 20% en su producción diaria, nivel cercano al promedio ponderado de la pérdida de los sectores con supuestos de afectación específicos. Cabe mencionar que desde finales de mayo la industria automotriz, la construcción y la minería fueron añadidas a la lista de actividades esenciales.

Efectos por reconversión de la capacidad instalada. Algunos participantes de sectores específicos han cedido parte de su capacidad instalada para producir ciertos bienes empleados en la contención de la pandemia. Esta producción se registra como un choque positivo a la actividad de los rubros a los que estos bienes pertenecen. Este supuesto aplica a los tres escenarios, si bien cabe mencionar que su contribución positiva relativa a la pérdida en el sector manufacturero es reducida (Cuadros 1 y 2).⁴

2.2.2 Choques de Demanda

La propagación de la pandemia a nivel internacional ha derivado en una menor demanda externa, en tanto que las medidas domésticas de distanciamiento social y de menor movilidad de la población han conducido a una contracción de la demanda interna, particularmente en sectores asociados al turismo, al esparcimiento y a actividades educativas y culturales, mitigadas parcialmente y solo en algunos casos por la implementación de esquemas de trabajo a distancia o por el incremento de la actividad de los servicios de salud y de sectores como el de entretenimiento digital. En este sentido, se estima que todos los subsectores de los servicios experimentarán algún grado de afectación, el cual varía ya sea por su profundidad o duración entre los tres escenarios presentados. Para subsectores para los que se dispone de cierta información se suponen afectaciones específicas, mientras que para los subsectores restantes se imputa una disminución de la actividad del 25%. Asimismo, se espera que la construcción contratada por el sector público y privado se vea afectada considerablemente, tanto por los efectos de las medidas de confinamiento, como por la incertidumbre en torno a nuevos proyectos (Cuadros 1 y 2).

⁴ Las recomendaciones internacionales sugieren registrar la nueva producción en la actividad donde la empresa está catalogada; no obstante, por simplicidad y para

evitar conversiones en el valor agregado, se cuenta la producción en los subsectores del bien y no de la empresa.

Cuadro 1
Supuestos de Disminución de la Actividad Productiva Respecto de un Día Típico
Escenarios tipo V y U profunda

	Grado de Afectación*						
	Escenario V			Escenario U Profunda			
	Marzo**	Abril	Mayo	Junio	Julio	Agosto	Septiembre
Minería no petrolera	0%	90%	68%	23%	17%	13%	9%
Construcción	0%	40%	35%	15%	11%	8%	6%
Manufacturas							
Alimentaria	0%	10%	10%	5%	4%	3%	2%
Bebidas y Tabaco	0%	20%	18%	8%	6%	5%	3%
Textiles	0%	80%	80%	40%	30%	23%	17%
Prendas de vestir y productos de cuero	0%	80%	80%	40%	30%	23%	17%
Madera	0%	20%	20%	10%	8%	6%	4%
Papel e Impresión	0%	20%	20%	10%	8%	6%	4%
Derivados del petróleo y carbón; química, plástico y hule	0%	2%	2%	1%	1%	1%	0%
Minerales no metálicos	0%	5%	5%	3%	2%	1%	1%
Metálicas básicas y productos metálicos	0%	15%	15%	8%	6%	4%	3%
Maquinaria y equipo; equipo electrónico y de transporte	28%	48%	25%	11%	8%	6%	5%
Muebles	0%	20%	20%	10%	8%	6%	4%
Otras	0%	-4%	-4%	-2%	-2%	-1%	-1%
Servicios							
Comercio al por mayor	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%
Comercio al por menor	15%	30%	24%	11%	8%	6%	5%
Transportes, correos y almacenamiento	20%	30%	19%	9%	7%	5%	4%
Información en medios masivos	-20%	-40%	-40%	-40%	-40%	-30%	-23%
Financieros y de seguros	20%	30%	19%	9%	7%	5%	4%
Inmobiliarios y de alquiler	5%	5%	5%	2%	2%	1%	1%
Profesionales, científicos y técnicos	15%	20%	19%	9%	7%	5%	4%
Corporativos	15%	20%	19%	9%	7%	5%	4%
Apoyo a negocios	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%
Servicios educativos	25%	50%	48%	23%	17%	13%	9%
Servicios de salud y de asistencia social	-25%	-30%	-25%	-25%	-25%	-25%	-25%
Esparcimiento culturales, deportivos y recreativos	70%	90%	86%	41%	30%	23%	17%
Alojamiento temporal y de preparación de alimentos y bebidas	70%	90%	86%	41%	30%	23%	17%
Otros servicios	15%	20%	19%	9%	7%	5%	4%
Actividades de gobierno	15%	20%	19%	9%	7%	5%	4%

*Un signo positivo implica una disminución en la actividad, mientras que un signo negativo representa un aumento de esta.

**Para marzo, el número de días que se consideran pueden ser 14, 8 o 0, dependiendo de la entidad federativa. Además, se considera el choque de insumos intermedios descrito previamente.

Fuente: Elaboración de Banco de México a partir del SCNM, INEGI, comunicados oficiales y de organizaciones y cámaras empresariales y notas periodísticas.

Cuadro 2
Supuestos de Disminución de la Actividad Productiva Respecto de un Día Típico
Escenarios tipo V profunda

	Grado de Afectación*						
	Escenario V Profunda						
	Marzo**	Abril	Mayo	Junio	Julio	Agosto	Septiembre
Minería no petrolera	0%	90%	90%	72%	18%	9%	2%
Construcción	0%	40%	40%	32%	8%	4%	1%
Manufacturas							
Alimentaria	0%	10%	10%	8%	2%	1%	0%
Bebidas y Tabaco	0%	20%	20%	16%	4%	2%	1%
Textiles	0%	80%	80%	64%	16%	8%	2%
Prendas de vestir y productos de cuero	0%	80%	80%	64%	16%	8%	2%
Madera	0%	20%	20%	16%	4%	2%	1%
Papel e Impresión	0%	20%	20%	16%	4%	2%	1%
Derivados del petróleo y carbón; química, plástico y hule	0%	2%	2%	2%	0%	0%	0%
Minerales no metálicos	0%	5%	5%	4%	1%	1%	0%
Metálicas básicas y productos metálicos	0%	15%	15%	12%	3%	2%	0%
Maquinaria y equipo; equipo electrónico y de transporte	28%	48%	48%	38%	10%	5%	1%
Muebles	0%	20%	20%	16%	4%	2%	1%
Otras	0%	-4%	-4%	-3%	-3%	-3%	-1%
Servicios							
Comercio al por mayor	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%
Comercio al por menor	15%	40%	30%	24%	6%	3%	1%
Transportes, correos y almacenamiento	20%	30%	20%	16%	4%	2%	1%
Información en medios masivos	-20%	-40%	-40%	-32%	-8%	-4%	-1%
Financieros y de seguros	20%	30%	20%	16%	4%	2%	1%
Inmobiliarios y de alquiler	5%	10%	8%	6%	2%	1%	0%
Profesionales, científicos y técnicos	15%	20%	20%	16%	4%	2%	1%
Corporativos	15%	20%	20%	16%	4%	2%	1%
Apoyo a negocios	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%
Servicios educativos	25%	50%	50%	40%	10%	5%	1%
Servicios de salud y de asistencia social	-25%	-30%	-25%	-25%	-25%	-25%	-25%
Esparcimiento culturales, deportivos y recreativos	70%	90%	90%	72%	18%	9%	2%
Alojamiento temporal y de preparación de alimentos y bebidas	70%	90%	90%	72%	18%	9%	2%
Otros servicios	15%	20%	20%	16%	4%	2%	1%
Actividades de gobierno	15%	20%	20%	16%	4%	2%	1%

*Un signo positivo implica una disminución en la actividad, mientras que un signo negativo representa un aumento de esta.

**Para marzo, el número de días que se consideran pueden ser 14, 8 o 0, dependiendo de la entidad federativa. Además, se considera el choque de insumos intermedios descrito previamente.

Fuente: Elaboración de Banco de México a partir del SCNM, INEGI, comunicados oficiales y de organizaciones y cámaras empresariales y notas periodísticas.

3. Resultados

A partir de la metodología y supuestos descritos, se estima que como consecuencia de la pandemia de COVID-19 y de las medidas para su contención, en el escenario de afectación tipo V la variación anual del PIB se reduciría 5.6 puntos porcentuales respecto del crecimiento que se hubiera observado en ausencia de la pandemia y sus afectaciones económicas (Cuadro 3). En el escenario de afectación tipo V profunda la reducción respecto de un escenario sin pandemia sería de 9.8 puntos porcentuales, mientras que en el escenario de U profunda sería de 7.9 puntos porcentuales. En cada caso, la mayor aportación a la contracción de la actividad económica proviene de los choques de demanda y, de manera particular, de la caída en las actividades terciarias, seguida de la pérdida en la actividad industrial, principalmente por las interrupciones en la producción manufacturera. En resumen, estos resultados representan posibles escenarios del impacto negativo sobre el PIB que podría observarse a consecuencia de la pandemia. Estas estimaciones serán utilizadas como insumo para las previsiones de crecimiento presentadas en la Sección 5.

Cuadro 3
Resultados de la estimación: Contribución a la Caída en el Crecimiento Porcentual Anual del PIB

	Demanda (A)	Oferta (B)	Total		Total (A+B)
			Directo	Indirecto	
Escenario V					
PIB	4.18	1.43	3.19	2.42	5.61
Actividades Primarias	0.10	0.00	0.00	0.10	0.10
Actividades Secundarias	0.80	1.42	1.28	0.94	2.22
Actividades Terciarias	3.28	0.01	1.91	1.39	3.29
Escenario V Profunda					
PIB	6.84	2.95	5.23	4.56	9.79
Actividades Primarias	0.15	0.00	0.00	0.15	0.15
Actividades Secundarias	1.34	2.93	2.23	2.04	4.27
Actividades Terciarias	5.35	0.01	3.00	2.36	5.36
Escenario U Profunda					
PIB	5.86	2.05	4.48	3.44	7.91
Actividades Primarias	0.15	0.00	0.00	0.16	0.16
Actividades Secundarias	1.21	2.04	1.91	1.34	3.25
Actividades Terciarias	4.49	0.01	2.57	1.94	4.51

Fuente: Elaboración de Banco de México a partir del SCNM, INEGI, comunicados oficiales y de organizaciones y cámaras empresariales y notas periodísticas.

4. Consideraciones finales

El ejercicio desarrollado en este Recuadro representa una estimación del orden de magnitud del impacto negativo sobre el crecimiento del PIB en 2020 que podría esperarse bajo los supuestos de intensidad y duración descritos, y en este sentido no son pronósticos. Dichos supuestos están basados en la información disponible, así como en una valoración ex-ante de los

sectores que podrían verse más afectados. Al respecto, persisten dos grandes fuentes de incertidumbre relacionadas. Por una parte, si bien se estima que la pandemia alcance un máximo de nuevos casos entre mediados y finales de mayo, lo que permitiría la reactivación gradual de diversos sectores considerados como no esenciales a partir de junio, existe la posibilidad de que la pandemia se extienda por varios meses más o que se presenten brotes intermitentes que requieran volver a adoptar algunas de las medidas de suspensión de actividades, ya sea por sectores o por región. Por otra parte, aún no es evidente ni la profundidad del choque ni las secuelas económicas que pueda ocasionar en los sectores de actividad, ya sea por interrupción en las cadenas de valor, disminución de la demanda por un cambio de comportamiento de los consumidores o por afectaciones más perdurables causadas por el estrés financiero generado por la pandemia. Además, la profundidad y duración de las afectaciones en México no dependen únicamente de la evolución interna de la pandemia. También depende de la evolución a nivel global, así como de impacto económico y trayectoria de recuperación que se observe en otros países.

5. Referencias

Secretaría de Educación Pública, Diario Oficial de la Federación, 16 de marzo de 2020, Ciudad de México.

Consejo de Salubridad General, Diario Oficial de la Federación, 30 de marzo de 2020, Ciudad de México.

Secretaría de Salud, Diario Oficial de la Federación, 31 de marzo de 2020, Ciudad de México.

Secretaría de Educación Pública, Diario Oficial de la Federación, 1 de abril de 2020, Ciudad de México.

Secretaría de Salud, Diario Oficial de la Federación, 21 de abril de 2020, Ciudad de México.

Secretaría de Educación Pública, Diario Oficial de la Federación, 14 de mayo de 2020, Ciudad de México.

Matriz de Insumo Producto. Base 2013, SCNM, INEGI. Ghosh, A., 1958, "Input-Output Approach to an Allocation System", *Economica*, 25, 58-64.

Leontief, W., 1936, "Quantitative Input-Output Relations in the Economic System of the United States". *Review of Economics and Statistics*, 18.

Leontief, W., 1953, "Studies in the Structure of the American Economy", Inglaterra: Oxford University Press.

6. Anexo

Cuadro A 1
Porcentaje de Ramas de Actividad Consideradas como Esenciales por Sector Económico

	Participación en el PIB ^{1/}	% de Ramas de Actividad dentro de cada Subsector Consideradas como Esenciales ^{2/}
PIB	100.0%	43.6%
Actividades Primarias	3.2%	100.0%
Actividades Secundarias	29.7%	38.3%
Minería	5.2%	73.7%
Generación, transmisión y distribución de energía eléctrica, suministro de agua y de gas por ductos	1.5%	100.0%
Construcción	7.1%	13.2%
Construcción de obras de ingeniería civil	1.3%	73.5%
Industrias manufactureras	15.9%	32.1%
Industria alimentaria	3.6%	100.0%
Industria química	1.4%	94.5%
Fab. equipo de computación, comunicación, medición y otros equipos, componentes y accesorios electrónicos	1.3%	7.0%
Otras industrias manufactureras	0.4%	43.5%
Actividades Terciarias	62.8%	46.3%
Comercio al por mayor	8.4%	53.9%
Comercio al por menor	9.0%	34.9%
Transportes, correos y almacenamiento	6.4%	99.9%
Información en medios masivos	2.8%	93.5%
Financieros y de seguros	4.6%	100.0%
Inmobiliarios y de alquiler	11.0%	0.0%
Profesionales, científicos y técnicos	2.0%	0.0%
Corporativos	0.6%	0.0%
Apoyo a negocios	3.5%	8.2%
Servicios educativos	3.8%	0.0%
Servicios de salud y de asistencia social	2.1%	99.5%
Esparcimiento, culturales, deportivos y recreativos	0.4%	0.0%
Alojamiento temporal y de preparación de alimentos y bebidas	2.3%	47.1%
Otros servicios	2.0%	20.4%
Actividades de gobierno*	3.9%	100%

^{1/} A partir de la información del PIB de 2017.

^{2/} Se utiliza el censo económico para estimar el porcentaje del subsector considerado como esencial.

*Algunas clases de este sector pueden no ser consideradas como esenciales.

Fuente: Banco de México con base en el SCNIM de INEGI y el DOF del 31 de marzo de 2020.

2.2.2. Mercado Laboral

En el trimestre enero – marzo de 2020, la tasa de desocupación nacional se ubicó en niveles similares a los observados en promedio en 2019, en tanto que la correspondiente a las zonas urbanas mantuvo una trayectoria al alza, aunque en marzo ambas tasas registraron una reducción no obstante la menor actividad ocasionada por la emergencia de salud (Gráfica 34). A su vez, se reportó un importante repunte en la tasa de subocupación, al tiempo que la tasa de informalidad laboral continuó disminuyendo. De este modo, las estimaciones puntuales de las brechas de desempleo estimadas con base en la tasa de desocupación nacional y la que además considera a los trabajadores asalariados informales se mantuvieron en terreno negativo, sin ser estadísticamente distintas de cero (Gráfica 35).² Lo anterior se observó en un contexto en el que la tasa

de participación laboral mantuvo un nivel similar respecto del trimestre anterior con cifras ajustadas por estacionalidad, si bien en marzo se observó un retroceso, posiblemente asociado con ciertos efectos de la pandemia sobre el mercado laboral.

Los efectos negativos de la pandemia y de las medidas necesarias para hacerle frente sobre el mercado laboral han sido evidentes en la destrucción de puestos de trabajo afiliados al IMSS que se registró en marzo y abril. En efecto, en marzo y abril se reportaron disminuciones respectivas de 131 mil y 555 mil plazas afiliadas al IMSS con series sin ajuste estacional, siendo la caída de abril la mayor pérdida mensual desde que inició el registro de este indicador en 1997. Los sectores con mayor pérdida de empleo fueron los de la construcción, los servicios para empresas, personas y el hogar, la transformación, el transporte y las extractivas. En el Recuadro 3 se

² La brecha de desempleo mide el grado de holgura en el mercado laboral. En particular, se refiere a la diferencia entre la tasa de desempleo observada y la tasa NAIRU, definida como la tasa de desempleo congruente con un entorno de inflación estable. De este modo, una brecha de desempleo positiva se asocia a la ausencia de presiones inflacionarias ante la presencia de holgura en el mercado laboral, mientras que una brecha negativa sugiere posibles presiones inflacionarias derivadas de un mercado laboral apretado. Dado el

contexto del mercado laboral en México, la brecha de desempleo tradicional se complementa con la estimación de una brecha que considera además la tasa de informalidad. Los detalles sobre la estimación de ambas brechas se pueden consultar en el Recuadro 3 del Informe Trimestral Octubre – Diciembre de 2016 titulado “Consideraciones sobre la Evolución Reciente de la NAIRU y de la Holgura del Mercado Laboral en México”.

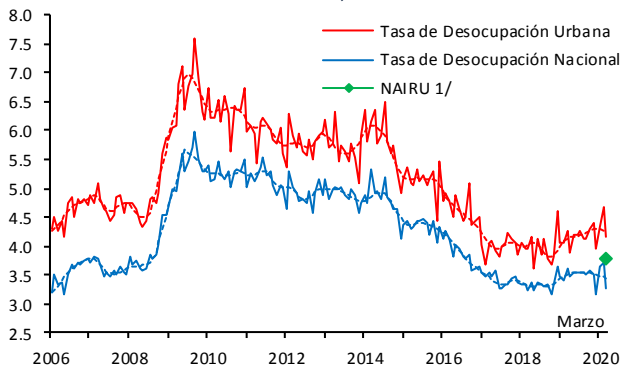
presenta mayor detalle sobre la evolución reciente del empleo afiliado al IMSS y su relación con distintas clasificaciones de vulnerabilidad de los sectores de actividad económica.

En meses posteriores, las afectaciones económicas derivadas de la pandemia podrían ocasionar un significativo deterioro adicional en las condiciones del mercado laboral. En particular, podrían dar lugar a cambios importantes en los indicadores de ocupación, desempleo y participación en la fuerza laboral, así como a retos para su medición. En efecto, por una parte, una persona que pierde su empleo podría buscar uno nuevo y ser catalogada como desocupada en tanto lo encuentra. Sin embargo, esa misma persona podría decidir no buscar un nuevo empleo si considera que, ante la baja demanda ocasionada por la pandemia, las posibilidades de encontrarlo son limitadas, por lo que estaría dejando la fuerza laboral y, en consecuencia, no sería catalogado como desempleado sino como económicamente inactivo. Por otra parte, algunas personas podrían declararse como ocupadas incluso si no están laborando, pensando en que recuperarán sus puestos una vez que se dé una normalización de la actividad.³

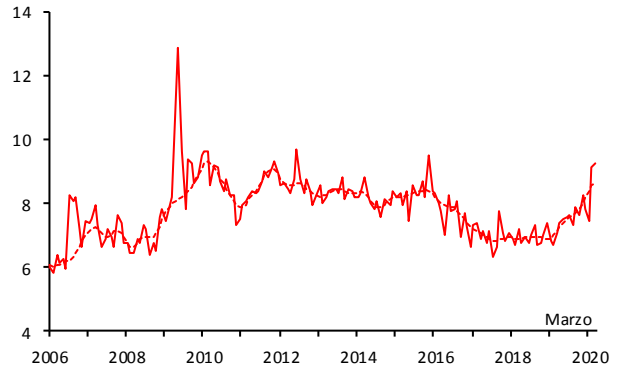
Gráfica 34

Indicadores del Mercado Laboral

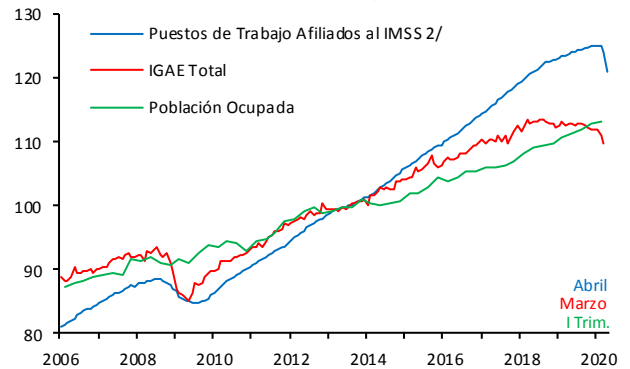
a) Tasas de Desocupación Nacional y Urbana
Por ciento, a. e.



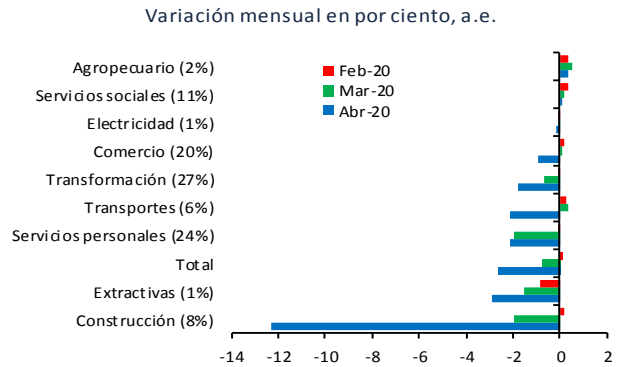
b) Tasa de Subocupación
Por ciento, a. e.



c) Puestos de Trabajo Afiliados al IMSS, IGAE Total
y Población Ocupada
Índice 2013=100, a. e.



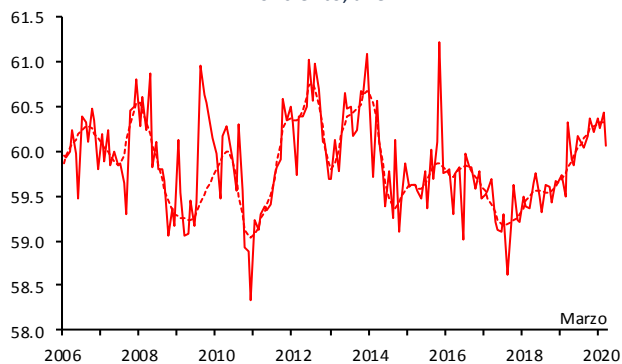
d) Puestos de Trabajo Afiliados al IMSS^{2/} según Rama
de Actividad^{3/}



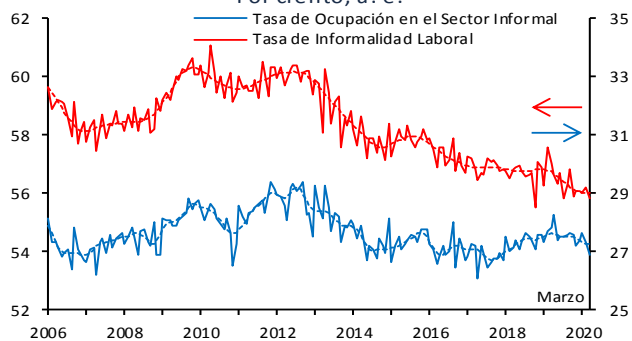
³ Adicionalmente, cabe señalar que, en respuesta a las medidas aprobadas por el Consejo de Salubridad General, el 31 de marzo INEGI anunció la postergación de las encuestas en hogares que involucraran entrevistas cara a cara, lo que afecta el levantamiento de la Encuesta Nacional de Ocupación y Empleo (ENOE) y por lo cual adoptó formas

de levantamiento alternativas. Así, los resultados reportados para los meses en los que se mantengan estas medidas, iniciando con los correspondientes al mes de abril, podrían no ser enteramente comparables con los reportes tradicionales.

e) Tasa de Participación Laboral Nacional^{4/}
Por ciento, a. e.



f) Ocupación en el Sector Informal^{5/}
e Informalidad Laboral^{6/}
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.

1/ La NAIRU que se presenta está asociada a la Tasa de Desocupación Nacional.

2/ Permanentes y eventuales urbanos. Desestacionalización de Banco de México.

3/ Los porcentajes en paréntesis corresponden a la participación dentro del total a febrero de 2020.

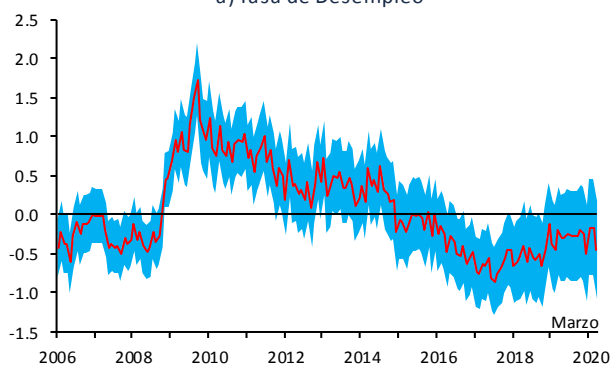
4/ Porcentaje de la Población Económicamente Activa (PEA) respecto de la de 15 y más años de edad.

5/ Se refiere a las personas que trabajan para unidades económicas no agropecuarias operadas sin registros contables y que funcionan a través de los recursos del hogar.

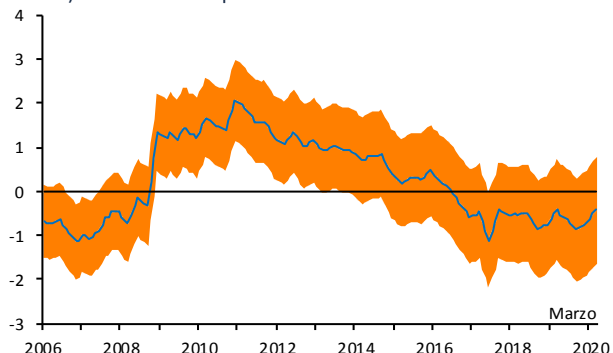
6/ Incluye a los trabajadores que se emplean en el sector informal, que laboran sin la protección de la seguridad social y cuyos servicios son utilizados por unidades económicas registradas y a los que están ocupados por cuenta propia en la agricultura de subsistencia.

Fuente: Elaboración de Banco de México con información del IMSS e INEGI (SCNM y ENOE).

Gráfica 35
Estimación de la Brecha de Desempleo^{1/}
Por ciento, a. e.
a) Tasa de Desempleo



b) Tasa de Desempleo más la de Informales Asalariados



a. e. / Cifras con ajuste estacional.

1/ Las sombras representan las bandas de confianza. El intervalo corresponde a dos desviaciones estándar promedio de entre todas las estimaciones.

Fuente: Elaboración de Banco de México con información de la ENOE.

Recuadro 3. Empleo Formal ante la Pandemia de COVID-19

1. Introducción

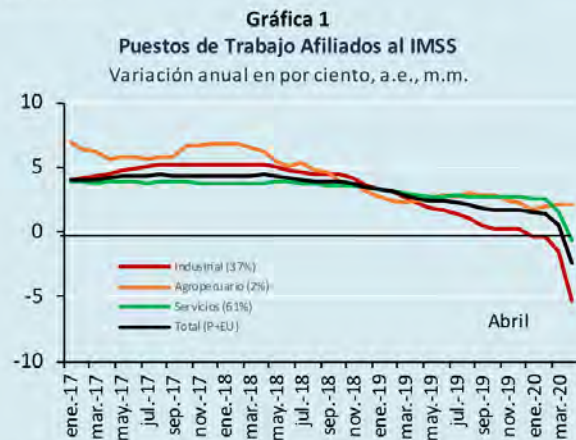
La pandemia de COVID-19 representa un choque macroeconómico que ha sometido al mercado laboral mexicano a un alto nivel de estrés como consecuencia de las implicaciones de salud, de las medidas adoptadas para reducir el ritmo de contagio y mitigar su impacto sobre el sistema de salud, y sus efectos sobre la actividad económica. La pandemia puede estar afectando al empleo cuando menos a través de cuatro mecanismos. Primero, los cierres entre enero y febrero de las plantas en los centros manufactureros asiáticos significaron una reducción de la disponibilidad de algunos insumos intermedios para un conjunto de cadenas de valor, afectando la producción nacional. Segundo, el cierre temporal de la actividad económica en Estados Unidos representa una fuerte caída de la demanda externa de la producción nacional. Esta menor demanda externa también se ve reflejada en una menor llegada de viajeros extranjeros a los centros turísticos, afectando de manera directa su actividad. Tercero, el cierre temporal de los sectores de actividad considerados como no esenciales ha implicado en la práctica un cierre técnico de muchas empresas y establecimientos. Finalmente, el confinamiento de los hogares ha llevado a un menor nivel de gasto, particularmente en las actividades de servicios. Así, la información disponible sugiere que a partir de marzo hubo una importante destrucción de puestos de trabajo que puede ser asociada con los efectos adversos de la pandemia sobre el mercado laboral en México.¹

En este contexto, el objetivo de este Recuadro es analizar la dinámica reciente de los puestos de trabajo afiliados al IMSS desde varias perspectivas con el fin de tener una visión más desagregada sobre lo que ha ocurrido con el empleo formal del sector privado en los meses iniciales de la pandemia. Se encuentra que la destrucción significativa de empleos formales que se registró a partir de marzo se concentró en aquellas ramas de actividad que estuvieron más expuestas a la suspensión de actividades no esenciales debido a la emergencia sanitaria. A su vez, se muestra que las actividades más expuestas a los choques de demanda externa han venido mostrando menor dinamismo desde finales de 2019 y que las contracciones de marzo y abril de 2020 reforzaron dicho comportamiento.

2. Evolución del Empleo Formal

A nivel sectorial, en marzo y abril de 2020 se observaron fuertes disminuciones en el empleo del sector industrial y del de servicios, en tanto que el empleo del sector agropecuario mostró resiliencia (Gráfica 1).^{2,3} Por tamaño de empresa, la fuerte caída en la creación de puestos de trabajos formales desde marzo se explica principalmente por menores niveles de empleo en los

empleadores de entre 51 y mil empleados, los cuales representan 46% del empleo total afiliado al IMSS. También se observa que las empresas de más de mil empleados han registrado disminuciones, si bien ligeramente más acotadas (Gráfica 2).⁴ Cabe señalar que las empresas más pequeñas, con cinco o menos empleados, registraron la menor disminución en la creación de puestos de trabajo formales, si bien estos representan solamente 7% del empleo afiliado al IMSS. Por otro lado, la Gráfica 3 muestra que la destrucción del empleo eventual urbano ha sido más notoria que la de los empleos permanentes. De manera relacionada, la Gráfica 4 presenta la distribución de la duración de los empleos, medida como el número de meses que cada trabajador afiliado en diciembre 2019 se encontró con un mismo empleador en el período entre diciembre de 2018 y diciembre de 2019. Entre los sectores más afectados en marzo y abril, los de Servicios Personales y el de la Construcción son también de los sectores en los que los trabajadores rotan más rápidamente y mantienen menor vinculación con sus patrones. Si bien lo anterior es conducente a que se disuelvan rápidamente los vínculos entre trabajador y empleador ante la presencia de un choque, la mayor flexibilidad en la contratación que ofrecen los puestos de trabajo eventuales y la mayor rotación del empleo en los sectores más afectados también sugieren que la recuperación del empleo formal en estos sectores más afectados podría darse de manera rápida una vez que se disipen los choques temporales asociados a la pandemia.



a.e.: Ajuste estacional. m.m. Media móvil de tres meses hasta diciembre de 2019.

† Elaborado por el Banco de México con datos del IMSS.

2/ Los porcentajes en paréntesis corresponden a la participación dentro del total a febrero de 2020.

Fuente: Datos abiertos del IMSS.

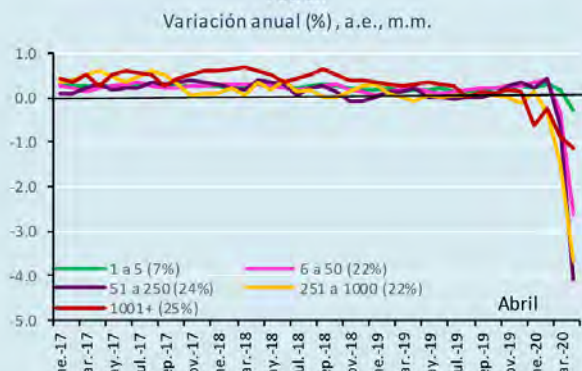
¹ Cabe señalar que los choques de demanda y oferta tienden a interactuar por lo que identificarlos de manera separada no siempre es posible (Ver Guerrieri et al. (2020)).

² Se excluyen de este análisis el número de eventuales del campo que tiende a mostrar volatilidad y que solo representa el 1.5% del total de afiliados.

³ La industria manufacturera tiende a destruir empleo de manera acelerada en comparación con otras ramas en períodos de debilidad en la actividad económica (Ver Davis et al. 2006).

⁴ La literatura sobre el tema ha encontrado que la volatilidad en la destrucción de empleo tiende a ser mayor en empresas grandes (Davis y Haltinwanger, 1999).

Gráfica 2
Puestos de Trabajo Afiliados al IMSS según Tamaño de Patrón



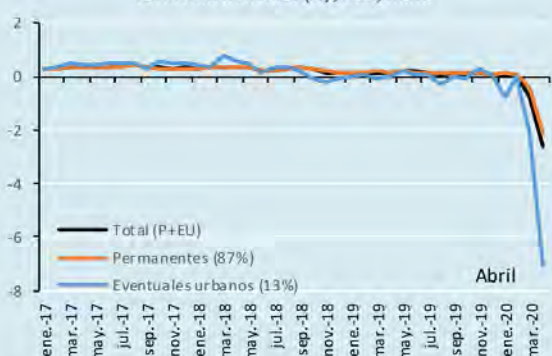
a.e.: Ajuste estacional. m.m. Media móvil de tres meses hasta diciembre de 2019.

¶ Elaborado por el Banco de México con datos del IMSS.

2/ Los porcentajes en paréntesis corresponden a la participación dentro del total a febrero de 2020.

Fuente: Datos abiertos del IMSS.

Gráfica 3
Puestos de Trabajo Afiliados al IMSS según Tipo de Empleo



a.e.: Ajuste estacional. m.m. Media móvil de tres meses hasta diciembre de 2019.

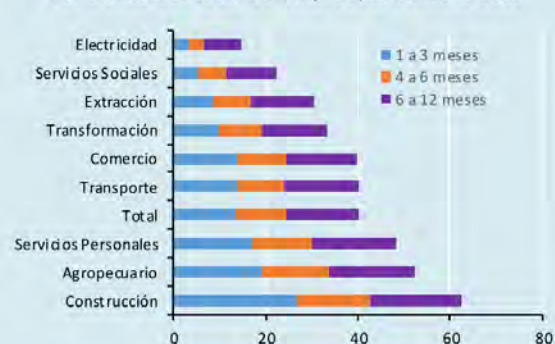
¶ Elaborado por el Banco de México con datos del IMSS.

2/ Los porcentajes en paréntesis corresponden a la participación dentro del total a febrero de 2020.

Fuente: Datos abiertos del IMSS.

Gráfica 4
Duración del Puesto de Trabajo Afiliado al IMSS según Rama de Actividad

Por ciento del total de empleo, diciembre 2019



¶ Elaborado por el Banco de México con datos del IMSS.

Fuente: Datos del IMSS.

3. Vulnerabilidad del Empleo Formal a la Pandemia de COVID-19

El carácter global de la pandemia COVID-19 y la amplitud de las medidas de mitigación hacen suponer que los efectos del choque entre las diferentes ramas de actividad serán relativamente generalizados. Sin embargo, las acciones acordadas por las autoridades sanitarias para atender la emergencia implicaron que algunas actividades fueran declaradas como no esenciales, por lo que debían suspenderse, y que otras fueran consideradas como esenciales, por lo que podían seguir funcionando.⁵ Además, el hecho de que algunos sectores están más vinculados a la demanda externa que otros hace prever que ciertos sectores estén más expuestos que otros a los efectos externos de este choque. Finalmente, algunas ramas son más susceptibles que otras a enfrentar una menor demanda, incluso ante el relajamiento de restricciones, en la medida en que los consumidores busquen minimizar los riesgos provenientes de interacciones cara a cara.

Con el fin de considerar cómo la caída en la creación de puestos de trabajo afiliados al IMSS pudiera estar asociada a la suspensión de actividades no esenciales y a una menor demanda externa e interna se crearon tres clasificaciones: 1) actividades con mayor exposición a las suspensiones de actividades debido a la emergencia sanitaria; 2) actividades con una mayor exposición a los choques de demanda externa debido a que asignan una mayor proporción de sus ventas de mercancías al exterior y 3) actividades que son más susceptibles a enfrentar una menor demanda, tanto interna como externa, por requerir una mayor interacción física.⁶

generada por el virus SARS-CoV2". Los valores de la medida de exposición a la suspensión de actividades pueden ir desde 0%, como por ejemplo en la actividad de Salud y Asistencia Social, hasta 100%, como por ejemplo en servicios educativos. La exposición a los choques de demanda externa se mide con el porcentaje de la producción de una rama de actividad manufacturera que va dirigida a la exportación según información proveniente de la Encuesta Mensual de Industria Manufacturera (EMIM) de febrero de 2020. Se hizo una tabla de correspondencia entre la clasificación SCIAN, 2007, que se utiliza para la recolección de los datos de la EMIM, y la clasificación IMSS para actividades de transformación para empatar las fuentes de información. A todos los grupos del IMSS les corresponden

⁵ El 31 de marzo de 2020 fue publicado en el Diario Oficial de la Federación el "Acuerdo por el que se establecen acciones extraordinarias para atender la emergencia sanitaria generada por el virus SARS-CoV2". En este Acuerdo se establece la suspensión de las actividades no esenciales desde el 30 de marzo hasta el 30 de abril, plazo que fue posteriormente ampliado al 30 de mayo (DOF 21/04/2020).

⁶ La exposición a las suspensiones de actividades debido a la emergencia sanitaria por cada grupo de actividad económica se mide por el porcentaje de ramas económicas dentro del grupo, ponderadas por su participación en el PIB de 2017, que fueron clasificadas como no esenciales según lo estipulado en el "Acuerdo por el que se establecen acciones extraordinarias para atender la emergencia sanitaria

Cabe aclarar que esta clasificación captura el grado de vulnerabilidad del empleo de las distintas ramas, sin que ello implique necesariamente la destrucción de estos puestos de trabajo. Por una parte, la dinámica del empleo dependerá de la duración y profundidad de los efectos adversos de la pandemia sobre la economía. Por otro lado, algunas empresas y organismos públicos podrían responder de distintas maneras, como, por ejemplo, implementando trabajo a distancia, con el fin de preservar las fuentes de trabajo, aunque esta alternativa no es factible para todas las ocupaciones (Dingel y Neiman, 2020). El Cuadro 1 muestra la distribución del empleo afiliado al IMSS según su grado de exposición a la pandemia COVID-19 por la prevalencia de las suspensiones, la exposición al choque externo, la prevalencia de interacciones directas y la combinación de todos estos criterios.⁷ Se observa que la mitad de los puestos de trabajos afiliados al IMSS enfrentan cuando menos uno de los tres criterios de vulnerabilidad, por lo que son de alto riesgo ante el choque que representa la pandemia. En la Gráfica 5 se aprecia la dinámica reciente de los puestos de trabajo según su clasificación de esenciales y no esenciales. Si bien la desaceleración en la creación de puestos de trabajos afiliados al IMSS que ocurre desde finales de 2018 se observa tanto en los grupos de actividades esenciales como en los de las no esenciales, siendo más evidente en el segundo caso, la afectación al empleo afiliado al IMSS es mucho más notorio en aquellas actividades que estaban suspendidas según la normativa de la emergencia sanitaria.

Cuadro 1
Trabajadores Permanentes y Eventuales Urbanos Afiliados al IMSS según Exposición a la Pandemia COVID-19

	Afiliados	%
<u>Vulnerables a la suspensión de actividades</u>		
Menos Vulnerables	12,518,394	61.4
Más Vulnerables	7,855,895	38.6
Total	20,374,289	
<u>Exposición a los choques de demanda externos</u>		
Baja Exposición	4,162,892	67.7
Alta Exposición	1,988,353	32.3
Total	6,151,245	
<u>Susceptibles a la Proximidad Social</u>		
Menos Susceptibles	18,979,359	93.2
Más Susceptibles	1,394,929	6.8
Total	20,374,289	
<u>Vulnerables al COVID-19</u>		
Menos Vulnerables	10,136,845	49.8
Más Vulnerables	10,237,443	50.2
Total	20,374,289	

Fuente: Elaborado por el Banco de México con datos del IMSS.

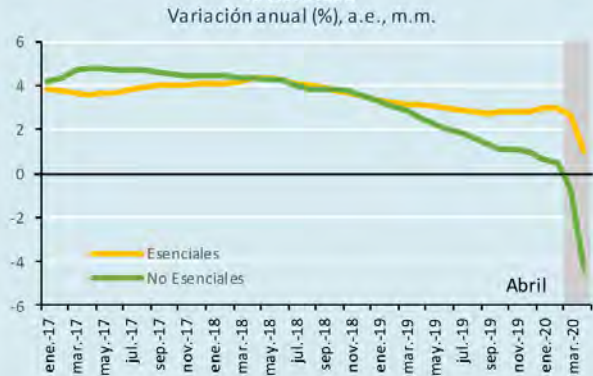
exactamente una rama SCIAN, excepto para el grupo "Fabricación y ensamble de maquinaria, equipos, aparatos, accesorios y artículos eléctricos, electrónicos y sus partes" a la cual le corresponden dos ramas de clasificación SCIAN. A este grupo se le asignó el promedio del porcentaje de la producción destinada a la exportación de cada una de estas ramas ponderado por su producción bruta total. Por otra parte, los grupos relacionados con el sector agropecuario y los de extracción de minerales no están incluidos en la EMIM, por lo que se utilizó la información de cuentas nacionales de 2018. En particular, el porcentaje de las exportaciones sobre la producción total se calculó con la razón de las exportaciones FOB y la producción de mercado de las ramas de actividad correspondientes a precios corrientes.

En el caso de la exposición a las suspensiones de actividades se consideraron como más vulnerables a los grupos de actividad en el que todas sus ramas fueron consideradas no esenciales. Para la identificación de las industrias potencialmente más afectadas por el choque externo, se dividieron los grupos de actividad económica, ponderado por su participación en el total de puestos de trabajos permanentes y eventuales urbanos afiliados al IMSS de febrero de 2020, en terciles. Los terciles de esta distribución fueron calculados excluyendo los servicios. Los grupos más vulnerables son los que se ubican en el tercer tercil de mayor proporción de sus ventas al exterior. Bajo un tercer criterio, se clasificaron a las ramas con base a su susceptibilidad a un choque de demanda debido a que estas actividades implican un alto grado de proximidad física. Finalmente, se combinaron los tres criterios de vulnerabilidad en una sola categoría a la que se le denomina ramas más vulnerables al COVID-19, en las que se incluyen las ramas que están expuestas a por lo menos uno de los tres criterios descritos anteriormente.

⁷ Las ramas clasificadas como más vulnerables debido a la suspensión de actividades, y ordenadas de manera descendente según su porcentaje en el empleo afiliado al IMSS fueron: Servicios profesionales y técnicos; Construcción, reconstrucción y ensamble de equipo de transporte y sus partes; Servicios de enseñanza, investigación científica y difusión cultural; Compra de prendas de vestir y otros artículos de uso personal; Fabricación de producto metálicos, excepto maquinaria y equipo; Servicios de alojamiento temporal; Fabricación de productos de hule y plástico; Trabajos realizados por contratistas especializados; Confección de prendas de vestir y otros artículos confeccionados con textiles y otros

materiales, excepto calzado; Compra de artículos para el hogar; Servicios recreativos y de esparcimiento; Fabricación, ensamble y reparación de maquinaria, equipo y sus partes; excepto los eléctricos; Fabricación de productos de minerales no metálicos, excepto del petróleo y del carbón mineral; Industria textil; Industrias editoriales, de impresión y conexas; Compra de inmuebles y artículos diversos; Elaboración de bebidas; Industria del papel; Industrias metálicas básicas; Fabricación de calzado e industria del cuero; Fabricación y reparación de muebles de madera y sus partes, excepto los de metal y plástico moldeado; Agrupaciones mercantiles, profesionales, cívicas, políticas, laborales y religiosas; Servicios de alquiler, excepto de inmuebles; Industria y productos de madera y corcho, excepto muebles; Servicios relacionados con inmuebles; Beneficio y fabricación de productos de tabaco. Nótese que, por definición, bajo esta clasificación todos los sectores identificados son igualmente expuestos, toda vez que el criterio de selección es que todas las actividades de la rama sean consideradas como no esenciales. Por su parte, se considerará que las ramas más expuestas a los choques de demanda externa, según la participación de las exportaciones en las ventas totales, iniciando con el sector potencialmente más afectado, son: Construcción, reconstrucción y ensamble de equipo de transporte y sus partes; Fabricación, ensamble y reparación de maquinaria, equipo y sus partes; excepto los eléctricos; Fabricación y ensamble de maquinaria, equipos, aparatos, accesorios y artículos eléctricos, electrónicos y sus partes; Extracción y beneficio de carbón mineral, grafito y minerales no metálicos, excepto sal; Exploración y extracción de petróleo crudo y gas natural (no incluye a Pemex); Extracción y beneficio de minerales metálicos. Cabe notar que esta clasificación excluye al sector servicios, toda vez que para este sector no se cuenta con información acerca del porcentaje de los ingresos que corresponde a la demanda externa, si bien claramente algunos de ellos, tales como los que dependen del turismo internacional, son altamente dependientes a dicha demanda. Finalmente, las ramas que se considera son más susceptibles a enfrentar una menor demanda, tanto interna como externa, debido a que la interacción física es alta, ordenadas en orden descendente según su porcentaje en el empleo afiliado al IMSS, fueron: Preparación y servicio de alimentos y bebidas; Servicios de alojamiento temporal; Servicios recreativos y de esparcimiento; Transporte aéreo.

Gráfica 5
Puestos de Trabajo Afiliados al IMSS Por Carácter Esencial de la Actividad



Nota: El área sombreada corresponde al período de la pandemia. a.e.: Ajuste estacional. m.m. Media móvil de tres meses hasta diciembre de 2019.

† Elaborado por el Banco de México con datos del IMSS.
Fuente: Datos abiertos del IMSS.

En la Gráfica 6 se presenta la evolución del empleo afiliado al IMSS en los grupos de actividad económica según la clasificación de su exposición a la demanda externa. Resalta la desaceleración de las ramas más expuestas al choque de demanda a partir del segundo semestre de 2019, en congruencia con el menor dinamismo de las exportaciones mexicanas en ese periodo, y la destrucción del empleo formal en los sectores más expuestos desde finales de 2019, previo a la pandemia de COVID-19, lo cual parecería estar reflejando los efectos de la desaceleración de la economía global. Esta tendencia se vio reforzada por los efectos de la pandemia a partir de marzo, al tiempo que en abril también se observaron afectaciones en el empleo clasificado como de menor exposición.

En la Gráfica 7 se muestra la dinámica del empleo afiliado al IMSS según su susceptibilidad a la interacción física. Destaca la estabilidad en el ritmo de creación de los puestos de trabajo hasta febrero de 2020 y la pronunciada contracción que se observó en marzo y abril. Asimismo, sobresale que el empleo clasificado como menos susceptible también se ha visto afectado, aunque en menor medida.

La evolución de los puestos de trabajo del IMSS distinguiendo entre los que enfrentan cuando menos un tipo de vulnerabilidad y el resto se muestra en la Gráfica 8. Se confirma que la pandemia COVID-19, especialmente a través de las medidas de mitigación requeridas, tuvo un impacto negativo sobre el empleo formal a partir de marzo y especialmente en abril de 2020. Este impacto se

concentró en las actividades que tuvieron que ser suspendidas según las normativas de la emergencia sanitaria, especialmente en aquellas que requieren mayor interacción física.

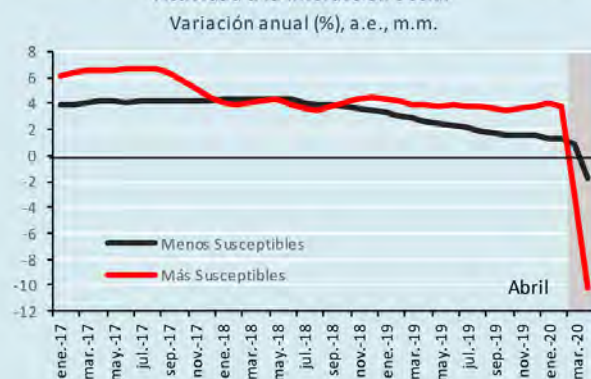
Gráfica 6
Puestos de Trabajo Afiliados al IMSS Por Exposición al Choque de Demanda Externo



Nota: El área sombreada corresponde al período de la pandemia. a.e.: Ajuste estacional. m.m. Media móvil de tres meses hasta diciembre de 2019.

† Elaborado por el Banco de México con datos del IMSS.
Fuente: Datos abiertos del IMSS.

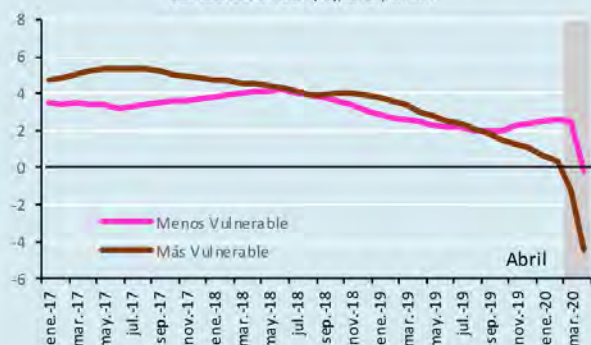
Gráfica 7
Puestos de Trabajo Afiliados al IMSS por Susceptibilidad de la Actividad a la Interacción Social



Nota: El área sombreada corresponde al período de la pandemia. a.e.: Ajuste estacional. m.m. Media móvil de tres meses hasta diciembre de 2019.

† Elaborado por el Banco de México con datos del IMSS.
Fuente: Datos abiertos del IMSS.

Gráfica 8
Puestos de Trabajo Afiliados al IMSS Por Vulnerabilidad
 Variación anual (%), a.e., m.m.



No ta: El área sombreada corresponde al período de la pandemia. a.e.: Ajuste estacional. m.m. Media móvil de tres meses hasta diciembre de 2019.

Elaborado por el Banco de México con datos del IMSS.

Fuente: Datos abiertos del IMSS.

4. Consideraciones finales

Ante la presencia de un choque macroeconómico como el causado por la pandemia COVID-19, el mercado laboral mexicano está sometido a un nivel de estrés inédito. Las medidas de distanciamiento social han llevado a la suspensión de un conjunto de actividades que han comenzado a afectar el número de puestos de trabajo afiliados al IMSS. La literatura económica ha mostrado que los trabajadores que se separan temporalmente de sus puestos de trabajo no sufren reducciones notorias en sus salarios al volver con sus empleadores previos, mientras que aquellos que

se separan permanentemente sufren pérdidas significativas de salarios (Fujita y Moscarini, 2017). Por ello, es importante que la emergencia sanitaria sea complementada con políticas públicas que contribuyan a proteger las relaciones laborales entre patrones y trabajadores, de modo que la destrucción del empleo formal sea lo más limitada posible. Asimismo, debe buscarse que, de haber ocurrido una separación, la relación laboral pueda ser restaurada rápidamente. La limitación en la destrucción o la facilitación en la restauración del vínculo laboral serán conducentes a una reactivación de la actividad económica en menor tiempo.

5. Referencias

Coibion, O., Gorodnichenko, Y., & Weber, M. (2020). *Labor Markets During the COVID-19 Crisis: A Preliminary View* (No. w27017). National Bureau of Economic Research.

Davis, S. J., Faberman, R. J., & Haltiwanger, J. (2006). The flow approach to labor markets: New data sources and micro-macro links. *Journal of Economic perspectives*, 20(3), 3-26.

Davis, S. J., y Haltiwanger, J. (1999). Gross job flows. *Handbook of labor economics*, 3, 2711-2805.

Dingel, J. I., y Neiman, B. (2020). *How many jobs can be done at home?* (No. w26948). National Bureau of Economic Research.

Fujita, S., & Moscarini, G. (2017). Recall and unemployment. *American Economic Review*, 107(12), 3875-3916.

Guerrieri, V., Lorenzoni, G., Straub, L., y Werning, I. (2020). *Macroeconomic Implications of COVID-19: Can Negative Supply Shocks Cause Demand Shortages?* (No. w26918). National Bureau of Economic Research.

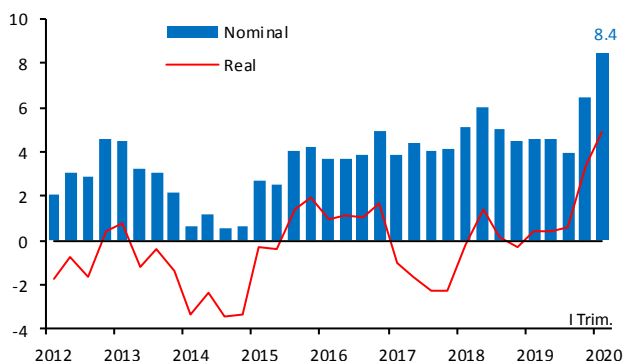
En el periodo que se reporta, el salario promedio para la economía en su conjunto se incrementó 8.4% a tasa anual, avance superior al de 6.4% registrado en el cuarto trimestre de 2019. A su vez, el salario diario medio asociado a trabajadores asegurados en el IMSS aumentó a una tasa anual de 6.6%, mismo ritmo que el reportado el trimestre anterior (Gráfica 36). Dicha expansión reflejó un crecimiento anual de 6.0% para los trabajadores que se ubican en la franja fronteriza norte y de 6.7% para los que laboran en el resto del país. Posteriormente, en abril de 2020 el salario diario medio registró un incremento anual de 8.0% (alzas respectivas en la frontera norte y en el resto del país de 5.5 y 8.3%). Este aumento fue resultado, en parte, del efecto de recomposición hacia trabajadores con

mayores salarios que se generó a partir de las afectaciones de la pandemia sobre el empleo formal, toda vez que la pérdida de puestos laborales recayó en mayor medida sobre los trabajadores de menores ingresos. Por su parte, la revisión promedio de los salarios contractuales negociados en empresas de jurisdicción federal en el primer trimestre de 2020 fue de 5.3%, tasa inferior a la de 6.2% del mismo trimestre de 2019. A su interior, las revisiones promedio en empresas privadas y públicas se ubicaron en 5.5 y 3.6%, respectivamente, que se comparan con las registradas en igual periodo de 2019 de 6.5 y 3.5%, en el mismo orden. De esta forma, y aunado al comportamiento de la inflación, los indicadores salariales continuaron mostrando avances en términos reales.

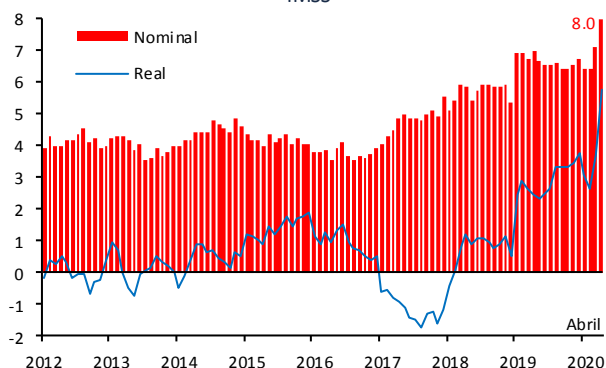
Gráfica 36
Indicadores Salariales

Variación anual en por ciento

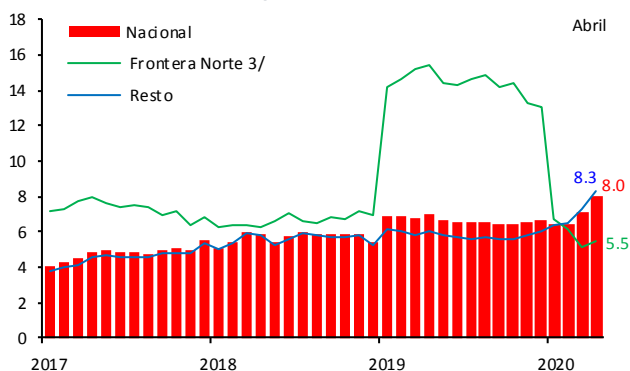
a) Salario Promedio de Asalariados según la ENOE ^{1/}



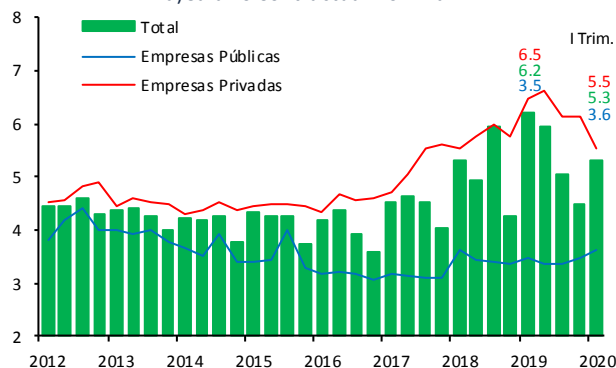
b) Salario Diario Asociado a los Trabajadores Asegurados en el IMSS ^{2/}



c) Salario Diario Nominal Asociado a los Trabajadores Asegurados al IMSS



d) Salario Contractual Nominal ^{4/}



^{1/} Para calcular los salarios nominales promedio se truncó el 1% más bajo y el 1% más elevado de la distribución de los salarios. Se excluyen personas con ingreso reportado de cero o que no lo reportaron.

^{2/} Durante el primer trimestre de 2020 se registraron en promedio 20.5 millones de trabajadores asegurados en el IMSS. Los salarios reales fueron deflactados con el INPC.

^{3/} Integrada por los municipios mencionados en el DOF del 26 de diciembre de 2018, la mayoría de los cuales colindan con la frontera norte.

^{4/} El incremento salarial contractual es un promedio ponderado por el número de trabajadores involucrados. El número de trabajadores de empresas de jurisdicción federal que anualmente reportan sus incrementos salariales a la STPS equivale aproximadamente a 2.5 millones.

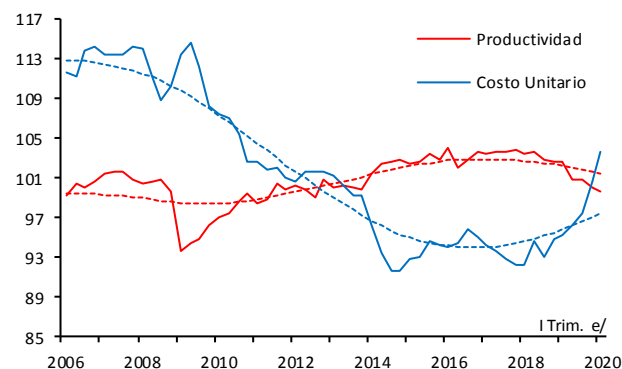
Fuente: Cálculos elaborados por el Banco de México con información del IMSS, STPS e INEGI (ENOE).

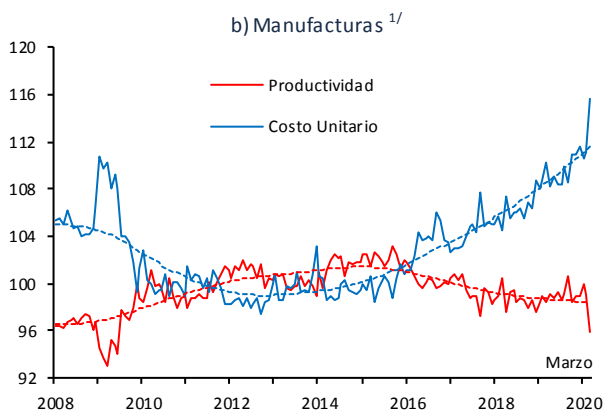
Con información al primer trimestre de 2020, como resultado del comportamiento de la productividad y de las remuneraciones medias reales, el costo unitario de la mano de obra para la economía en su conjunto presentó un importante incremento y mantuvo una trayectoria ascendente. El correspondiente al sector manufacturero también continuó aumentando y se ubicó al cierre del primer trimestre de 2020 en niveles históricamente elevados (Gráfica 37).

Gráfica 37
Productividad y Costo Unitario de la Mano de Obra

Índice 2013=100, a. e.

a) Total de la Economía ^{1/}





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 laboral elaborada con las horas trabajadas.

e/ El dato del primer trimestre de 2020 es una estimación de Banco de México a partir del PIB del SCNM y de la ENOE, INEGI.

Fuente: Elaboración de Banco de México a partir de información desestacionalizada de la Encuesta Mensual de la Industria Manufacturera y del Indicador Mensual de la Actividad Industrial (SCNM), INEGI.

2.2.2.1. Condiciones de Financiamiento de la Economía⁴

La elevada incertidumbre asociada a la propagación de la pandemia de COVID-19 ha afectado tanto a los mercados financieros, como a la actividad económica global. Ante esta coyuntura, la presente sección ofrece una perspectiva estructural de los determinantes de las fuentes y usos de los recursos financieros de la economía, en adición a reportar el comportamiento de sus agregados monetarios y crediticios más relevantes.

El análisis comienza con un breve recuento de los principales choques que han afectado al país y que han restringido sus fuentes de financiamiento externo desde 2014. Enseguida se detallan las trayectorias de las fuentes y los usos de recursos financieros de la economía, así como del financiamiento de gobierno, empresas y hogares durante el primer trimestre del año.

2.2.2.2. Fuentes y Usos de Recursos Financieros de la Economía

Desde el último trimestre de 2014, nuestro país ha atravesado una secuencia de choques adversos que han conducido, en general, a una mayor restricción de financiamiento externo. Entre ellos, destaca la caída de los precios internacionales del petróleo en 2014. Ello, aunado a la continua disminución en la plataforma de producción de crudo, redujo de forma importante una fuente de recursos externos que recibía el sector público. En 2016, se sumaron las consecuencias que sobre los mercados financieros nacionales tuvieron las elecciones presidenciales de los Estados Unidos. A lo anterior se añadió, entre finales de 2016 y 2018, una elevada incertidumbre como consecuencia de la renegociación del acuerdo comercial con los Estados Unidos y Canadá. Adicionalmente, los efectos derivados de la normalización de la política monetaria estadounidense durante dicho periodo apretaron aún más las condiciones de financiamiento externo. En el ámbito interno, a finales de 2018, los activos de distintos mercados financieros nacionales tendieron a reflejar en sus precios un aumento en la incertidumbre asociada a elementos internos, cuyos efectos disminuyeron a lo largo de 2019.

A todo lo anterior se le sumaron los choques macroeconómicos derivados de la pandemia de COVID-19 en el presente año: primero, por la disrupción de las cadenas de valor y la provisión de insumos para la producción nacional; segundo, por las medidas necesarias de distanciamiento social que se han ido implementando a nivel global y que han conducido a una caída tanto de la demanda externa que enfrenta el país, como de su demanda interna, y, por último, por las consecuencias en los mercados financieros que todo lo anterior ha generado, incluyendo movimientos drásticos en los precios de varias materias primas y diversos activos financieros.

⁴ A menos que se indique lo contrario, en esta sección las tasas de crecimiento se expresan en términos reales anuales y se calculan con

base en los saldos ajustados por efectos de variaciones en el tipo de cambio y precios de los activos.

La confluencia e intensidad de los choques asociados a la pandemia comenzaron a afectar las condiciones de intermediación financiera hacia los distintos sectores de la economía nacional. En particular, se observó poca profundidad y menor liquidez en los mercados cambiarios y de renta fija, así como un incremento en la volatilidad de los precios de distintos activos. Ante ello, el Banco de México y otras autoridades han implementado una serie de medidas orientadas a 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. Dichas medidas se discuten en detalle más adelante.

En el trimestre que se reporta, y como resultado de los choques asociados con la pandemia de COVID-19,

las fuentes de recursos financieros de la economía presentaron una evolución heterogénea. Por un lado, las fuentes externas se redujeron respecto al trimestre previo, producto de la elevada incertidumbre que ha prevalecido en los mercados financieros y que han llevado a un deterioro acelerado de las condiciones financieras desde finales de febrero. Por el otro, las fuentes internas mostraron cierto repunte, consecuencia de una mayor demanda de activos monetarios líquidos por motivos precautorios, tanto de hogares, como de empresas. En conjunto, las fuentes de recursos financieros registraron un flujo anual de 6.3% del PIB en el primer trimestre, nivel menor al promedio observado entre 2010 y 2018 (8.5% del PIB) y al del cierre de 2019 de 6.5% del PIB (Cuadro 2 y Gráfica 38).

Cuadro 2
Fuentes y Usos de Recursos Financieros de la Economía

	Flujos anuales como porcentaje del PIB										Variación real anual en por ciento						
	2010-14	2010-18	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020 T1		2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020 T1
	Promedio																
Total de Fuentes	10.0	8.5	9.7	5.7	7.4	8.0	5.0	6.5	6.3		4.7	2.9	3.4	0.7	-0.2	3.1	2.4
Fuentes Internas (F1) ^{1/}	5.5	5.4	5.6	4.6	5.5	6.6	4.1	5.5	5.9		5.0	5.1	5.3	3.6	1.5	5.5	5.5
Monetarias (M3) ^{2/}	3.3	3.3	3.2	2.7	3.6	4.3	2.7	2.7	4.1		4.0	4.5	5.6	3.8	1.6	3.4	6.2
M1	1.6	1.7	1.9	2.3	2.2	1.9	1.0	0.9	1.9		8.0	11.5	9.1	3.5	0.4	2.1	7.1
M2-M1	1.2	1.1	0.6	-0.4	1.8	1.5	0.8	1.2	1.4		-0.8	-4.4	6.9	1.8	-0.2	3.9	4.1
M3-M2	0.4	0.5	0.7	0.8	-0.4	0.9	0.9	0.5	0.8		11.7	16.1	-11.5	13.0	13.5	6.0	10.9
No Monetarias ^{3/}	2.2	2.1	2.4	1.9	1.9	2.3	1.4	2.9	1.9		7.0	6.3	4.9	3.4	1.3	9.2	4.3
Fuentes Externas ^{4/}	4.5	3.1	4.1	1.1	1.9	1.4	0.9	0.9	0.3		4.2	0.1	0.7	-3.3	-2.7	-0.6	-2.4
Total de Usos	10.0	8.5	9.7	5.7	7.4	8.0	5.0	6.5	6.3		4.7	2.9	3.4	0.7	-0.2	3.1	2.4
Reserva Internacional ^{5/}	1.7	0.8	1.3	-1.5	0.0	-0.4	0.1	0.5	0.7		1.0	-8.0	-3.4	-8.1	-4.0	0.3	1.0
Financiamiento al Sector Público	4.2	3.5	4.7	4.1	2.9	1.1	2.2	2.3	2.3		5.0	5.6	2.0	-4.3	-0.3	1.9	1.5
Público Federal ^{6/}	3.8	3.2	4.5	4.0	2.8	1.1	2.2	2.3	2.3		5.1	5.8	2.2	-4.3	0.0	2.1	1.8
Estados y municipios	0.3	0.2	0.2	0.1	0.1	0.1	0.0	0.0	0.0		2.4	2.9	-0.6	-4.6	-4.4	-2.9	-3.4
Financiamiento al Sector Privado ^{7/}	3.2	3.1	2.4	3.0	2.9	3.8	2.2	1.7	2.3		1.6	4.8	3.4	2.3	0.4	1.2	1.9
Interno	2.2	2.5	1.6	3.0	2.9	3.2	2.6	1.4	1.7		1.7	8.5	6.8	4.1	4.0	1.6	2.1
Externo	1.0	0.5	0.8	0.0	0.0	0.6	-0.5	0.4	0.6		1.4	-2.1	-3.5	-1.7	-8.1	0.4	1.5
Otros conceptos ^{8/}	1.0	1.2	1.3	0.0	1.7	3.5	0.5	1.9	0.9		n.s.	n.s.	n.s.	n.s.	n.s.	n.s.	n.s.

Nota: Los flujos anuales como porcentaje del PIB se calculan como la suma acumulada de las fuentes y usos de recursos financieros de cuatro trimestres consecutivos expresados como % del PIB promedio de estos mismos trimestres. Las siglas n.s. se refieren a datos no significativos. Las cifras se refieren al cuarto trimestre de cada año.

^{1/} Los activos financieros internos F1 se componen por las fuentes internas monetarias (ver nota 2 de este cuadro) y no monetarias (ver nota 3 de este cuadro).

^{2/} Se refiere a los instrumentos financieros incluidos en M3, el cual está compuesto por M2 más los valores emitidos por el Gobierno Federal, el Banco de México y el IPAB en poder de los sectores residentes tenedores de dinero. M2, a su vez, se compone por instrumentos líquidos (billetes, monedas y depósitos de exigibilidad inmediata en bancos y entidades de ahorro y crédito popular) e instrumentos a plazo (captación con un plazo residual de hasta 5 años en bancos, entidades de ahorro, crédito popular y uniones de crédito; acciones de los fondos de inversión de deuda; y acreedores por reporto de valores).

^{3/} Incluye los fondos de ahorro para la vivienda y el retiro, valores privados, otros valores públicos, títulos de crédito emitidos por la banca comercial con plazo residual mayor a 5 años y obligaciones subordinadas.

^{4/} Incluye los instrumentos monetarios en poder de no residentes (i.e., el agregado MNR, igual a la diferencia entre M4 y M3) y otras fuentes externas no monetarias (endeudamiento externo del Gobierno Federal y de organismos y empresas públicas; los pasivos externos de la banca comercial; el financiamiento externo al sector privado no financiero; la captación de agencias; entre otros).

^{5/} Según se define en la Ley del Banco de México.

^{6/} Se refiere a los Requerimientos Financieros del Sector Públicos (RFSP) de cada ejercicio, los cuales incluyen la aplicación de los remanentes de operación del Banco de México entregados al Gobierno Federal. Por ello, las cifras de los rubros de Financiamiento al Sector Público y de Otros conceptos difieren de las reportadas en la Gráfica "Fuentes y Usos de Recursos Financieros de la Economía".

^{7/} Se refiere a la cartera de crédito de los intermediarios financieros, Infonavit y Fovissste, así como a la emisión de deuda interna y el financiamiento externo de las empresas.

^{8/} Considera las cuentas de capital y resultados y otros activos y pasivos de la banca comercial y de desarrollo, intermediarios financieros no bancarios, Infonavit y Banco de México (incluyendo los títulos colocados con propósitos de regulación monetaria, como aquellos asociados a la esterilización del impacto monetario de sus remanentes de operación), pasivos no monetarios del IPAB, así como el efecto del cambio en la valuación de los instrumentos de deuda pública, entre otros conceptos.

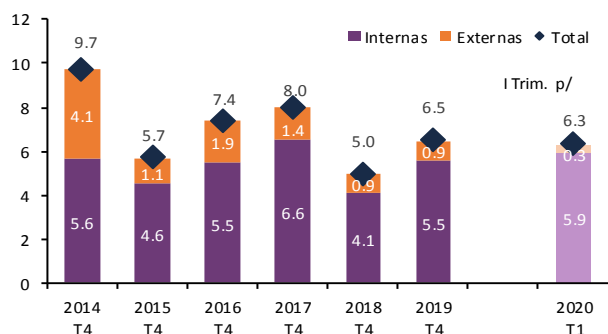
Fuente: Banco de México.

Gráfica 38

Fuentes y Usos de Recursos Financieros de la Economía

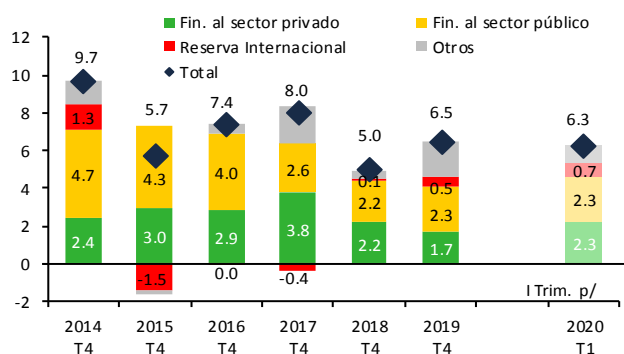
a) Fuentes

Flujos anuales como porcentaje del PIB



b) Usos

Flujos anuales como porcentaje del PIB



p/ Cifras preliminares.

Nota: Las definiciones de cada rubro se muestran en el Cuadro 2. Los rubros de Financiamiento al Sector Público y Otros difieren del Cuadro 2 ya que se excluye el efecto de la aplicación de los remanentes de operación del Banco de México entregados al Gobierno Federal.

Fuente: Banco de México.

Las fuentes de financiamiento externo se desaceleraron significativamente durante el primer trimestre de 2020, al registrar un flujo anual de 0.3% del PIB. En contraste, entre 2010 y 2018 el promedio observado fue de 3.1% del PIB, mientras que entre 2010 y 2014 fue de 4.5% del PIB. En aquellos años, en particular entre 2009 y 2013, la tenencia de valores gubernamentales por parte de no residentes registró un importante incremento. Ello fue resultado de un entorno de elevada liquidez en los mercados financieros globales y de la incorporación de la deuda gubernamental mexicana denominada en pesos al World Government Bond Index en el 2010 (Gráfica 39a). No obstante, desde finales de 2014, la mayor restricción de financiamiento externo se ha reflejado en una disminución significativa de la inversión de no residentes en valores gubernamentales (Gráfica 39b). En efecto, a partir de 2015, los flujos acumulados

anuales de la tenencia de no residentes han resultado negativos. Esta tendencia se acentuó de manera importante en el primer trimestre de 2020, toda vez que se registró la mayor disminución histórica para un trimestre en la tenencia de valores gubernamentales de mediano y largo plazo por parte de no residentes.

Gráfica 39

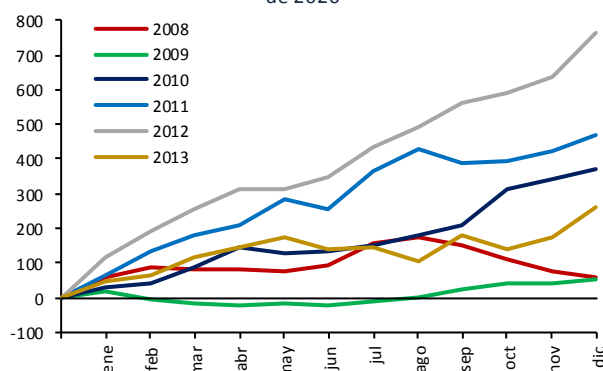
Valores públicos en poder de No Residentes

A valor nominal ^{1/}

a) 2008-2013

Variaciones acumuladas en miles de millones de pesos de marzo

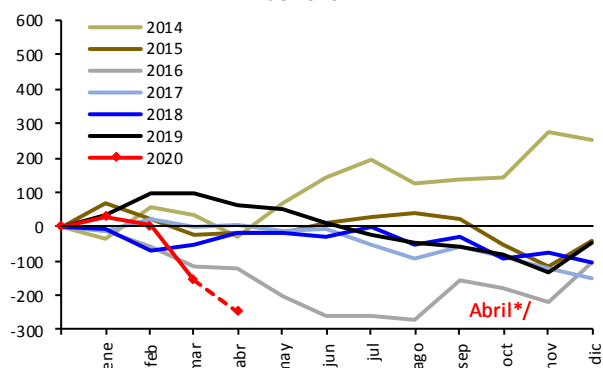
de 2020 ^{2/}



b) 2014-2020

Variaciones acumuladas en miles de millones de pesos de marzo

de 2020 ^{2/}



^{1/} Incluye cetes, bonos a tasa fija, udibonos, Bondes D y valores del IPAB.

^{2/} Las variaciones acumuladas a cada mes corresponden al cambio en el saldo asociado a ese mes respecto del saldo al mes de diciembre del año previo.

*/ Cifras preliminares al 30 de abril de 2020.

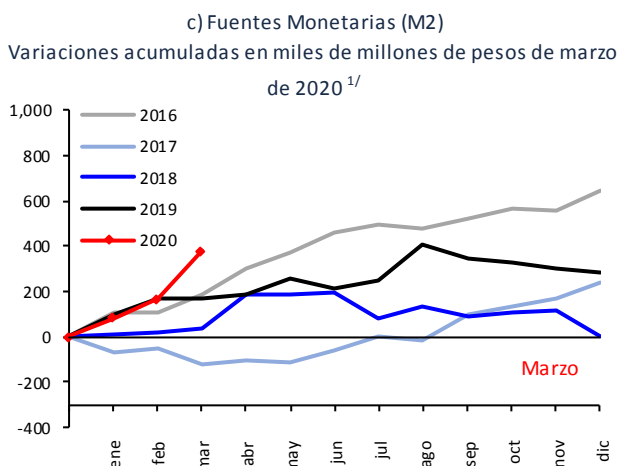
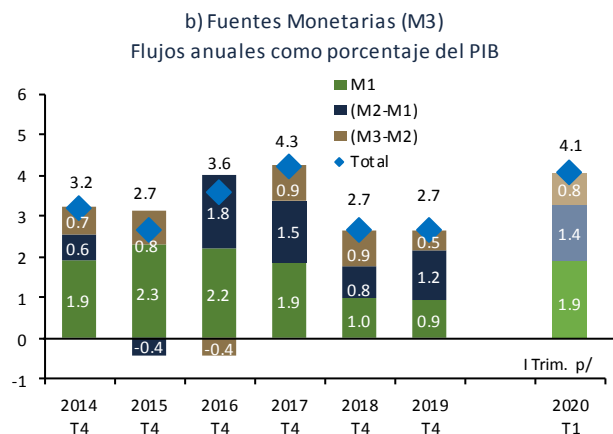
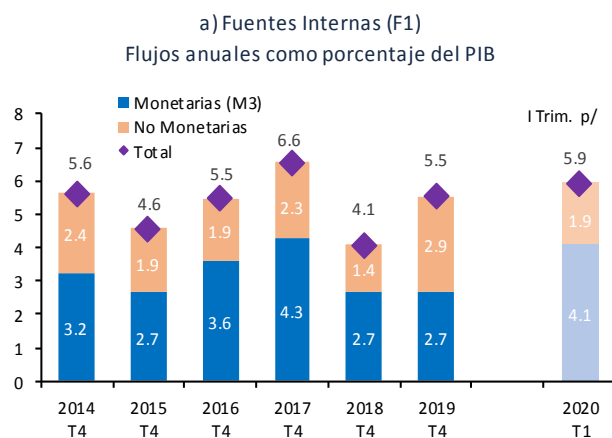
Fuente: Banco de México.

Por su parte, las colocaciones netas del sector privado en el exterior, que habían sido positivas en enero y febrero de este año, fueron negativas en marzo ante las condiciones de mayor astringencia en los mercados externos. Ello derivó en una mayor demanda de financiamiento en dólares por parte de las empresas con la banca del país durante marzo.

En tanto, el flujo anual de las fuentes internas fue de 5.9% del PIB en marzo, nivel superior al del cierre de 2019 (5.5% del PIB). A su interior, se observó heterogeneidad. Por un lado, las fuentes monetarias exhibieron un flujo anual de 4.1% del PIB en el primer trimestre del año; esto es 1.4 puntos porcentuales adicionales a lo observado a diciembre de 2019 (Gráfica 40a). Ello reflejó un incremento significativo del componente más líquido de las fuentes monetarias durante marzo de 2020, lo cual se explica por dos factores (Gráficas 40b y 40c). Primero, por una mayor demanda de dinero por parte de los hogares por motivos precautorios ante la alerta sanitaria declarada en marzo. Y segundo, por un incremento en los depósitos de empresas en el sistema bancario, que tuvieron como contrapartida una mayor utilización de líneas de crédito autorizadas, particularmente de empresas grandes emisoras. Las cifras sugieren que, ante la incertidumbre sobre la severidad y duración de los efectos de la pandemia sobre la actividad económica y los mercados de fondos prestables, dichas empresas decidieron incrementar su disponibilidad de activos líquidos.

Por otro lado, las fuentes internas no monetarias presentaron un flujo de 1.9% del PIB en el primer trimestre de 2020 (Cuadro 2 y Gráfica 40a), monto inferior al del trimestre anterior (2.9% del PIB). Este menor flujo obedeció principalmente a las pérdidas por valuación de la cartera de las Siefiores.

Gráfica 40
Fuentes Internas



Nota: Las definiciones de cada rubro se muestran en el Cuadro 2.
p/ Cifras preliminares.
^{1/} Las variaciones acumuladas a cada mes corresponden al cambio en el saldo asociado a ese mes respecto del saldo al mes de diciembre del año previo.
Fuente: Banco de México.

En lo que respecta a los usos de los recursos financieros de la economía, el flujo anual de financiamiento al sector público se situó en 2.3% del PIB al primer trimestre de 2020, cifra equivalente a la observada en el trimestre previo. Hacia el cierre de 2020, la SHCP contempla en su informe trimestral sobre las finanzas públicas a marzo que dicha cifra ascienda a 4.5% del PIB.⁵

Por su parte, el saldo de la reserva internacional se situó en 185.5 miles de millones de dólares (mmd) al primer trimestre de 2020, cifra superior a la observada al cierre del trimestre anterior (180.9 mmd). Ello fue resultado de efectos de valuación

⁵ Ver el documento "Informes sobre la Situación Económica, las Finanzas Públicas y la Deuda Pública al Primer Trimestre de 2020", publicado por la SHCP el día 30 de abril de 2020.

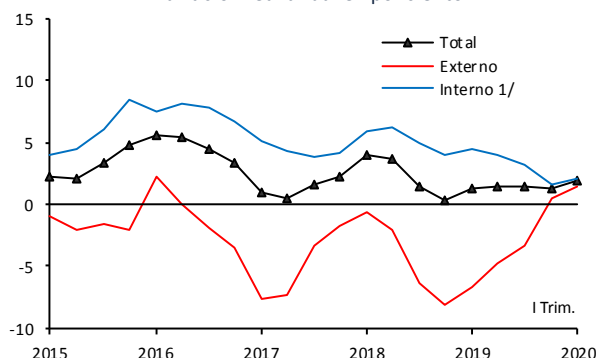
positivos y de ventas de dólares de Pemex al Banco de México por un monto total de 1.7 mmd.

En lo que se refiere al financiamiento total al sector privado no financiero, este registró un flujo anual de 2.3% del PIB en el primer trimestre de 2020, cifra ligeramente superior a la observada al cierre del trimestre anterior de 1.7% del PIB. Sin embargo, a partir de marzo, los mercados financieros de nuestro país comenzaron a mostrar algunos signos de deterioro, afectándose los mercados cambiario y de renta fija, lo que incrementó el riesgo de que se obstaculizara el funcionamiento del canal de crédito bancario.

En términos de su ritmo de expansión, destaca que dicho financiamiento registró un crecimiento real anual de 1.9% en el primer trimestre de 2020, tasa superior a la del cierre de 2019 de 1.2% (Gráfica 41). Este incremento fue resultado tanto de un mayor financiamiento externo, como de un repunte en el financiamiento interno, particularmente del crédito bancario a las empresas en el mes de marzo.

Con respecto al financiamiento externo al sector privado, en el primer trimestre de 2020, este registró un crecimiento real anual de 1.5% (Gráfica 41). A su interior, sus componentes presentaron heterogeneidad. Por un lado, en el mes de marzo de 2020 las empresas privadas no colocaron deuda externa, al tiempo que hubo vencimientos por 1,150 millones de dólares. Ello fue reflejo de las condiciones más astringentes que enfrentaron las empresas mexicanas en el exterior, tanto por una reversión a nivel global de los flujos de capital hacia activos más seguros, como por la exigencia de una mayor prima por riesgo ante el entorno actual (Gráfica 42). Esta mayor astringencia en la disponibilidad de recursos en el mercado de deuda externa se reflejó en una mayor utilización de crédito bancario en dólares tanto externo como interno. El crédito directo de la banca extranjera se incrementó en 3,172 millones de dólares, el cambio más elevado para un trimestre desde el periodo julio-septiembre de 2008. Asimismo, la ya mencionada mayor demanda por financiamiento en dólares con la banca local por parte de algunos grupos corporativos presionó al mercado cambiario.

Gráfica 41
Financiamiento Total al Sector Privado No Financiero
Variación real anual en por ciento

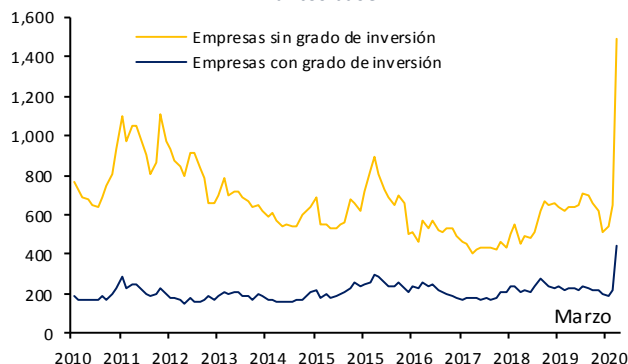


1/ Las cifras se ajustan por la salida e incorporación de algunos intermediarios financieros a la estadística de crédito. Incluye el crédito de la banca comercial, de desarrollo y de otros intermediarios financieros no bancarios.

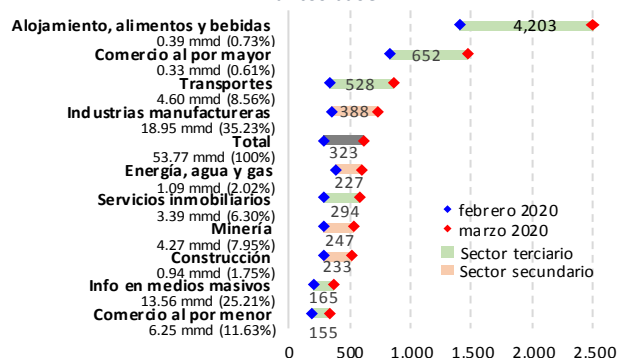
Fuente: Banco de México.

Gráfica 42
Diferencial de Crédito de las Colocaciones Privadas
Externas 1/2/

a) Por grado de inversión de las empresas emisoras 3/
Puntos base



b) Por sector económico de las empresas emisoras 1/2/
Puntos base



1/ El diferencial de crédito se calcula respecto al rendimiento de un bono de la Tesorería de la Reserva Federal con un plazo remanente comparable.

2/ Incluye únicamente bonos emitidos en dólares de los EEUU y a tasa fija.

3/ Las empresas con grado de inversión presentan calificación BB+ o superior según el índice BBG Composite, índice construido por Bloomberg a partir de las calificaciones de las principales calificadoras.

Fuente: Estimaciones del Banco de México con datos de Bloomberg.

Por su parte, el financiamiento interno a las empresas registró una desaceleración en los primeros dos meses del año, incluso llegando a contraerse en términos anuales en 1.1% en febrero. No obstante, en marzo su tasa de crecimiento presentó un repunte importante, al situarse en 2.6% (Gráfica 43).

Gráfica 43
Financiamiento Interno a las Empresas Privadas No Financieras



1/ Las cifras se ajustan por la salida e incorporación de algunos intermediarios financieros a la estadística de crédito. Incluye el crédito de otros intermediarios financieros no bancarios.

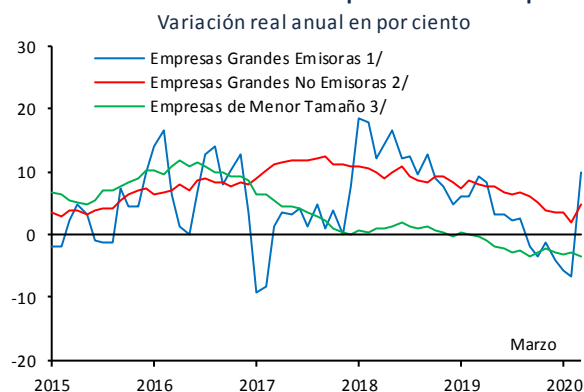
Fuente: Banco de México.

En dicho mes, ante un entorno de alta incertidumbre y condiciones más astringentes de financiamiento a nivel global, se observó una marcada reducción en la actividad de los mercados secundario y primario de deuda interna corporativa, en donde incluso se han postergado colocaciones iniciales de varios grupos empresariales. Al mismo tiempo, se registró un importante incremento en la demanda de crédito bancario por parte de las empresas emisoras, quienes usaron la capacidad de sus líneas de crédito autorizadas (Gráfica 44). Ante la mayor absorción de recursos por este conjunto de empresas, se incrementó el riesgo de que la banca tuviese que limitar el financiamiento a otros segmentos del mercado.

Respecto del crédito de la banca comercial a las empresas, conviene apuntar que el otorgado a las grandes emisoras había registrado una desaceleración desde principios de 2018, misma que se tornó en una contracción desde mediados de 2019 hasta febrero de este año (Gráfica 44). Ello reflejó una estrategia de sustitución de pasivos internos por externos. Sin embargo, esta tendencia cambió de manera abrupta en marzo de este año, cuando las empresas emisoras incrementaron

significativamente su demanda de crédito, en particular a través de la utilización de líneas de crédito preestablecidas. Por su parte, las empresas grandes no emisoras también incrementaron su utilización de crédito bancario, aunque en menor medida que las empresas emisoras. En contraste, el crédito a las empresas de menor tamaño continuó contrayéndose.

Gráfica 44
Crédito de la Banca Comercial por tamaño de Empresa



1/ Empresas privadas no financieras que han realizado al menos una emisión de deuda interna o externa de diciembre de 2003 a la fecha.

2/ Empresas no emisoras que han obtenido créditos superiores a 100 millones de pesos al menos en algún mes de diciembre de 2003 a la fecha.

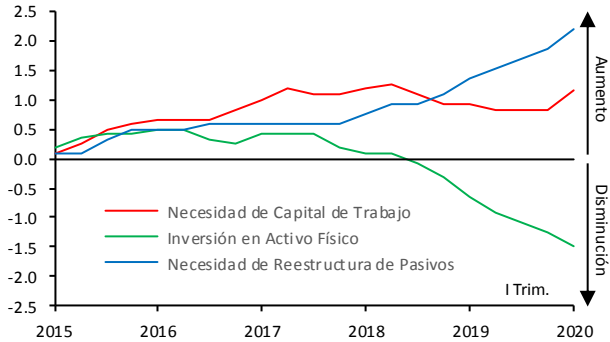
3/ Empresas no emisoras que no han obtenido créditos superiores a 100 millones de pesos al menos en algún mes de diciembre de 2003 a la fecha.

Fuente: Banco de México.

De acuerdo con la encuesta que realiza el Banco de México a la banca comercial (EnBan), el incremento de la demanda de crédito de las empresas durante el primer trimestre del año se vincularía con motivos precautorios. Por ejemplo, los bancos percibieron un incremento en la demanda para financiar capital de trabajo, factor que se había mantenido sin cambios en trimestres previos (Gráfica 45). En tanto, la banca comercial continúa reportando una mayor necesidad de las empresas grandes para reestructurar pasivos y una menor demanda de crédito para adquirir activos fijos. Respecto a las condiciones de otorgamiento de crédito a las empresas, la EnBan reporta un estrechamiento generalizado durante el primer trimestre de 2020, el más profundo que se haya registrado desde que inició la encuesta en 2014. Asimismo, los bancos reportaron que esperan un estrechamiento adicional de las condiciones de otorgamiento en el segundo trimestre del año.

Gráfica 45
Factores Relacionados con la Demanda de Crédito de
Empresas Grandes según Bancos con Mayor Participación en
el Segmento

Índice de difusión acumulado ^{1/}



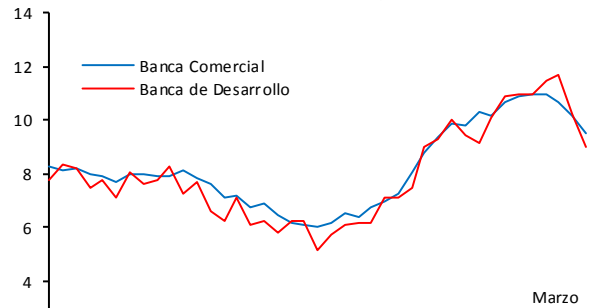
^{1/} Para cada trimestre, el índice de difusión puede tomar un valor de -1 a 1, donde los valores positivos (negativos) denotan aumentos (disminuciones) en el concepto correspondiente. El índice de difusión acumulado se calcula sumando el valor correspondiente a cada trimestre a la suma de los trimestres previos.
 Fuente: Encuesta sobre Condiciones Generales y Estándares en el Mercado de Crédito Bancario (EnBan), Banco de México.

En cuanto a los costos de financiamiento de las empresas, en el trimestre que se reporta se observaron disminuciones en las tasas de interés del crédito de la banca comercial y de desarrollo, mismas que han seguido la dinámica de las reducciones de la

tasa de interés de fondeo bancario (Gráfica 46). Dada la composición de la cartera de crédito vigente de la banca comercial, entre créditos a tasa fija y tasa variable, las reducciones en el costo de financiamiento de las empresas han moderado su carga financiera, en particular de las empresas más grandes (ver Recuadro 4).

Gráfica 46
Costos de Financiamiento de las Empresas Privadas No
Financieras

Tasa de Interés Anual de Nuevos Créditos ^{1/}
 Promedio trimestral en por ciento



^{1/} Tasa promedio ponderada por el saldo asociado de crédito vigente y para todos los plazos convenidos.
 Fuente: Banco de México.

Recuadro 4. El Impacto del Relajamiento Monetario sobre el Costo de Financiamiento de las Empresas

1. Introducción

Este recuadro analiza el impacto de una reducción de la tasa de interés objetivo del Banco de México sobre el monto de intereses generado por el financiamiento bancario a las empresas. Ello resulta relevante debido a que cerca del 80% de los créditos empresariales de la banca comercial exhiben contratos a tasa variable. En dichos contratos, la tasa de interés de los préstamos bancarios es igual a la suma de una tasa base de comparación, tal como la tasa de interés interbancaria de equilibrio (TIIE), más una prima fija. Dado que la TIIE sigue de cerca los movimientos de la tasa objetivo del Banco de México, ajustes en dicha tasa generan cambios en los montos de intereses a pagar por las empresas con créditos a tasa variable. A este canal de transmisión de la política monetaria se le conoce como el *canal de tasa variable*, el cual actúa sobre la posición líquida de las empresas al afectar su carga financiera.¹

De agosto de 2019 a abril de 2020, la tasa objetivo del Banco de México se redujo en 225 puntos base, de 8.25% a 6.0%. Ello implicó, en efecto, que la carga financiera de las empresas disminuyera. Sin embargo, dada la heterogeneidad de la composición de la cartera de la banca comercial, la reducción de la carga financiera de las empresas ha sido distinta dependiendo del tamaño de las mismas. Ello, porque empresas de diferente tamaño demandan no *solo* cantidades diversas de crédito, sino porque el plazo y el tipo de contrato de sus préstamos también varía. Por ejemplo, en marzo de 2020 alrededor del 85% del saldo del financiamiento bancario en moneda nacional a las empresas grandes se asoció con créditos a tasa variable. En contraste, para las empresas de menor tamaño, esta proporción fue de 66%. Asimismo, el monto de los créditos en moneda nacional para estos dos conjuntos de empresas difiere substancialmente: mientras que el saldo promedio del crédito bancario de las empresas de mayor tamaño ascendió a 120 millones de pesos (m.d.p.) en marzo de 2020, dicho saldo fue de solo 2.1 m.d.p. para el segmento de las empresas de menor tamaño. Lo anterior implica que, dadas las condiciones crediticias actuales de la banca en el país, el canal de tasa variable parece tener un mayor impacto sobre las empresas grandes que sobre las de menor tamaño.

Para calcular el efecto de una menor tasa objetivo sobre la carga financiera de las empresas, se utiliza información detallada de los préstamos de la banca comercial, en particular los registros crediticios resguardados por la Comisión Nacional Bancaria y de Valores (CNBV). Con dicha información, se realizan simulaciones en las que se calcula el pago de intereses de las empresas entre agosto de 2019 y abril de 2020 para dos trayectorias de la tasa objetivo: la observada y una contrafactual, en la que se supone que

la tasa objetivo no cambia durante el periodo de simulación, conservando el mismo nivel que registró en julio de 2019. La diferencia en el monto de intereses a pagar por las empresas en las dos simulaciones representa, todo lo demás constante, el ahorro financiero producto de las reducciones observadas en la tasa objetivo.

Los resultados apuntan a que, durante el periodo de análisis, la carga financiera de las empresas de mayor tamaño se contrajo 8.0%, mientras que para las de menor tamaño la disminución fue de 5.0%. En términos nominales, el ahorro financiero rondaría los 11.0 mil millones de pesos (m.m.d.p.) para las empresas de mayor tamaño, contra 2.6 m.m.d.p. para las de menor tamaño. Así, el ejercicio sugiere que, por cada punto porcentual de reducción de la tasa objetivo, la carga financiera de las empresas se reduciría en 3.5% (o 4.8 m.m.d.p.) para las grandes y en 2.2% (o 1.1 m.m.d.p.) para las de menor tamaño.

El resto de este Recuadro se organiza de la siguiente forma: la siguiente sección presenta una descripción de los datos utilizados. La tercera sección describe el ejercicio efectuado y reporta las estimaciones del efecto de la reducción de la tasa objetivo sobre la carga financiera de las empresas privadas. La última sección presenta las consideraciones finales.

2. Descripción de los microdatos bancarios utilizados

Para el cálculo de la carga financiera de las empresas, se utilizaron datos del formulario R04-C: Reporte de la Cartera Comercial de la CNBV, con periodicidad mensual y disponible a partir de junio de 2009. Esta base de datos contiene información de cada uno de los créditos vigentes a las empresas privadas no financieras registrados en el balance de los bancos comerciales.

Respecto a la clasificación de las empresas por tamaño, en este recuadro se utiliza el criterio del monto histórico de los préstamos otorgados. Dicho criterio considera que empresas grandes tienen la posibilidad de acceder a préstamos bancarios de mayor cuantía.² Así, las empresas acreditadas de la banca comercial se clasifican en tres segmentos: a) empresas grandes emisoras, que contiene a aquellas que han realizado al menos una emisión de deuda interna o externa desde diciembre 2003 a la fecha; b) empresas grandes no emisoras, que agrupa a aquellas que han presentado saldos de crédito superiores a 100 millones de pesos por lo menos en algún mes desde diciembre de 2003, y c) empresas de menor tamaño, que incluye al resto de las empresas.

Profundizando en la composición de la cartera del crédito bancario en moneda nacional por tipo de contrato, destaca que en los últimos años las empresas de menor tamaño han presentado una menor proporción de su deuda bancaria a tasa variable en relación

¹ Para mayores detalles sobre este canal de transmisión de la política monetaria, consulte Ippolito, Ozdagli y Pérez-Orive, *The Transmission of Monetary Policy through Bank Lending: The Floating Rate Channel*, *Journal of Monetary Economics*, 95, pp. 49-71, 2018.

² Otros criterios para clasificar el tamaño de las empresas no son del todo prácticos cuando se utilizan los registros crediticios de la base R04-C. Por ejemplo, el campo que captura al número de empleados de la empresa no es validado con cifras de censos económicos, ni tampoco toma en cuenta que la empresa a la cual se le otorga el crédito puede ser una subsidiaria de un grupo empresarial más grande. Asimismo, el valor de los activos o ventas reportado por las empresas solo puede

ser validado para las que son públicas, es decir las que emiten títulos corporativos o cotizan en la bolsa. Por otro lado, el criterio por tamaño del crédito recibido puede presentar también limitantes, por ejemplo, cuando alguna empresa grande solo demande créditos de cuantía menor. Para acotar este problema, el criterio por tamaño de empresa se instrumenta en un periodo largo de tiempo, en donde es más probable que una empresa grande haya recibido un crédito de una cuantía mayor.

con las empresas grandes (Gráfica 1a). Si a la vez se descompone el grupo de empresas de menor tamaño en tres subgrupos, definidos por su saldo de crédito máximo histórico, se observa que, a medida que la empresa es más pequeña, la proporción del saldo de crédito a tasa variable disminuye (Gráfica 1b).

3. Carga financiera de las empresas

En esta sección se presenta una estimación del efecto de reducciones de la tasa objetivo sobre la carga financiera de las empresas desde agosto de 2019 a abril de 2020. En este periodo, la tasa de referencia se redujo de 8.25% a 6.0%; es decir, en 225 puntos base. Ello se tradujo en una disminución de las tasas de interés que se utilizan como referencia en los contratos de crédito a tasa variable.

La estimación de la carga financiera de las empresas toma en consideración los siguientes criterios: 1) se supone un traspaso contemporáneo de *uno-a-uno* de la tasa objetivo a las tasas de interés de los créditos a tasa variable;³ 2) para los contratos a tasa fija, este traspaso se presenta al momento de la renovación de la línea de crédito; 3) en todas las renovaciones de crédito se supone que la prima de riesgo se mantiene constante; 4) si un crédito no revolvente llega a su vencimiento, este se renueva con las mismas condiciones contractuales, incluyendo modalidad de tasa, monto y plazo; 5) las condiciones de las líneas de crédito revolventes, al no tener fecha de vencimiento, permanecen sin cambio; 6) se excluyen diferimientos de los intereses devengados, por lo que en las simulaciones estos se pagan en el mes que corresponde, y 7) para cada uno de los créditos no revolventes, se elaboró una tabla de amortización simple para obtener el pago de intereses de los próximos 12 meses, mientras que para los créditos revolventes se calculó el pago de intereses mensual sobre la línea de crédito utilizada.

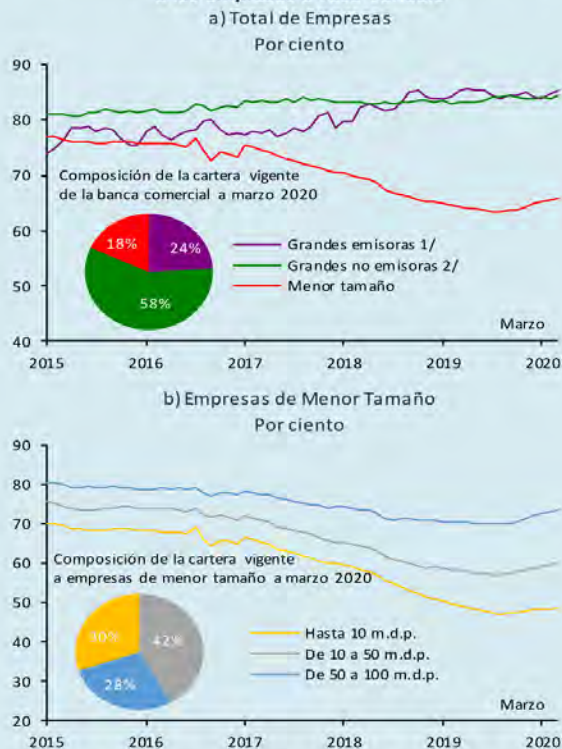
A partir de estos lineamientos, se calculó la carga financiera de las empresas para dos trayectorias de la tasa objetivo:

- a) *Trayectoria base*: incorpora la reducción observada de la tasa objetivo de agosto de 2019 a abril de 2020.
- b) *Trayectoria contrafactual*: supone que la tasa objetivo se mantuvo sin cambio a partir de julio de 2019.

El ejercicio sugiere que la carga financiera de las empresas se redujo en 13.7 m.m.d.p. o en 7.2% respecto del monto que se hubiera registrado si la tasa objetivo no se hubiera reducido. Ello implica que por cada punto porcentual de reducción de la tasa objetivo, la carga financiera de las empresas disminuyó en 3.2%. Esta última cifra puede interpretarse como una medida de la sensibilidad de la carga financiera a cambios en la tasa de interés. Este indicador se calcula como una semielasticidad; es decir, como la razón entre el cambio porcentual del monto de intereses pagados (7.2%) entre el cambio en términos absolutos de la tasa objetivo (2.25 puntos porcentuales).

³ Este supuesto está respaldado por observaciones empíricas. En efecto, se observa una correlación muy cercana a uno entre la tasa de interés promedio de los créditos a tasa variable y la tasa objetivo del Banco de México.

Gráfica 1
Porcentaje del Crédito Vigente de la Banca Comercial a las Empresas a Tasa Variable



1/ Se refiere a las empresas privadas no financieras que han realizado al menos una emisión de deuda interna o externa de diciembre de 2003 a la fecha.
2/ Se definen como las empresas que no han emitido ni deuda interna ni externa y que han tenido saldos de crédito superiores a 100 millones de pesos al menos en algún mes desde diciembre de 2003 a la fecha.
Fuente: Banco de México con datos de la CNBV.

El detalle de los microdatos bancarios permite analizar la heterogeneidad de los efectos de cambios en la tasa objetivo sobre la carga financiera de las empresas. Así, al comparar los montos de intereses pagados por tamaño de empresa, se estima que las empresas más beneficiadas por la reducción de la tasa objetivo fueron las grandes, tanto emisoras como no emisoras, con una disminución en su carga financiera de 8.3% y 7.8%, respectivamente (Cuadro 1). En tanto, la carga financiera de las empresas de menor tamaño se redujo 5.0%. En términos de la sensibilidad de la carga financiera a cambios en la tasa de interés, por cada punto porcentual de reducción de la tasa objetivo, las empresas emisoras redujeron su carga financiera en 3.7%, las grandes no emisoras en 3.5% y las de menor tamaño en solo 2.2%.

Cuadro 1
Resultado del ejercicio: Carga financiera de las empresas

	Grandes emisoras ^{1/}	Grandes no emisoras ^{2/}	Menor tamaño
A. Trayectoria base:			
Pago de intereses (m.m.d.p.)	39.6	87.3	49.7
B. Trayectoria contrafactual:			
Pago de intereses (m.m.d.p.)	43.2	94.7	52.3
Ahorro en el pago de interés (B – A) en m.m.d.p.	3.6	7.4	2.6
Como cambio porcentual	8.3%	7.8%	5.0%
Semielasticidad a cambios en la tasa de interés	3.7	3.5	2.2

1/ Se refiere a las empresas privadas no financieras que han realizado al menos una emisión de deuda interna o externa de diciembre de 2003 a la fecha.

2/ Empresas no emisoras que han obtenido créditos superiores a 100 millones de pesos al menos en algún mes de diciembre de 2003 a la fecha.

Fuente: Banco de México con datos de los reportes R04-C de la CNBV.

Hacia el interior de las empresas de menor tamaño existe también una importante heterogeneidad. En efecto, los ejercicios de simulación sugieren que, conforme el tamaño de la empresa disminuye, el efecto de cambios en la tasa objetivo sobre la carga financiera de empresas pequeñas también se reduce. En términos de la sensibilidad a cambios en la tasa de interés, los resultados sugieren que si la tasa objetivo disminuyera en 100 puntos base, el monto de intereses a pagar por las empresas más pequeñas se reduciría en tan solo 1.2% (Cuadro 2).

4. Conclusiones

Este recuadro estima que la reducción de la tasa objetivo del Banco de México se ha traducido en una moderación de la carga financiera de las empresas privadas con créditos de la banca comercial. Si bien dicha moderación ha tenido un impacto positivo en la posición financiera de estas empresas, el alivio ha sido diferenciado, siendo mayor para las empresas grandes.

Dichos resultados sugieren que ante la coyuntura actual, con serias afectaciones a los ingresos de las empresas y condiciones más astringentes en los mercados de crédito, las empresas de menor tamaño requieren de estímulos adicionales a los que pudieran obtener a través de reducciones en el costo financiero de sus créditos a tasa variable. Lo anterior ha requerido una respuesta oportuna por parte de las autoridades, las cuales han anunciado diversas medidas dirigidas a aliviar de manera temporal la carga financiera de los acreditados de las instituciones bancarias. En este contexto, los programas de fortalecimiento de los canales de otorgamiento de crédito a micro, pequeñas y medianas empresas del Banco de México, hasta por un monto 350 mil millones de pesos, podrían ayudar a las empresas de menor tamaño a enfrentar de una mejor manera el panorama adverso que afecta a la economía.

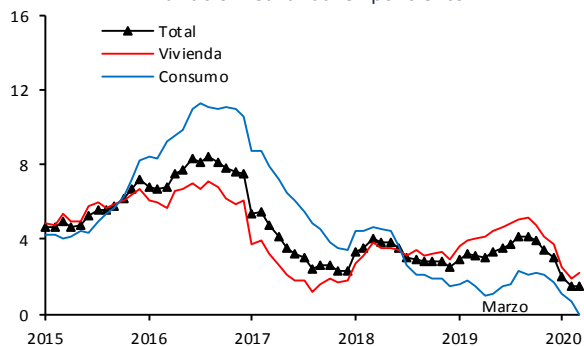
Cuadro 2
Resultado del ejercicio: Carga financiera de las empresas de menor tamaño

Rangos de saldo máximo de crédito:	Hasta 10 m.d.p.	De 10 a 50 m.d.p.	De 50 a 100 m.d.p.
A. Trayectoria base:			
Pago de intereses (m.m.d.p.)	14.4	13.7	21.6
B. Trayectoria contrafactual:			
Pago de intereses (m.m.d.p.)	14.8	14.4	23.1
Ahorro en el pago de interés (B – A) en m.m.d.p.	0.4	0.7	1.5
Como cambio porcentual	2.7%	4.9%	6.5%
Semielasticidad a cambios en la tasa de interés	1.2	2.2	2.9

Fuente: Banco de México con datos de los reportes R04-C de la CNBV.

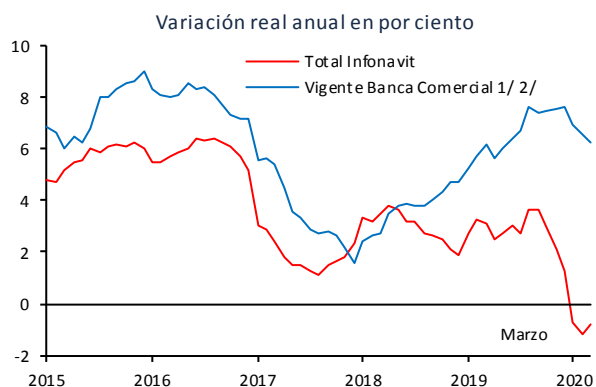
Por su parte, en el primer trimestre del año el crédito a los hogares acentuó su desaceleración al registrar una tasa de crecimiento de 1.5% en marzo, en comparación con el 3.0% registrado al cierre de 2019 (Gráfica 47). A su interior, la cartera de vivienda redujo su crecimiento en marzo (2.2% contra 3.7% en diciembre 2019). La reducción en el ritmo de expansión del crédito a la vivienda se debió a una contracción en la cartera del Infonavit, así como a una desaceleración del crédito de la banca comercial en el primer trimestre (Gráfica 48). De acuerdo con lo reportado en la EnBan, esto último es congruente con un menor dinamismo de demanda de crédito para la adquisición de vivienda a partir del cuarto trimestre de 2019, así como con un apretamiento en las condiciones de otorgamiento. En cuanto a las tasas de interés del crédito a la vivienda, estas se mantuvieron en niveles similares a diciembre de 2019, mes en que registraron una ligera reducción (Gráfica 49).

Gráfica 47
Crédito Total a los Hogares 1/
Variación real anual en por ciento



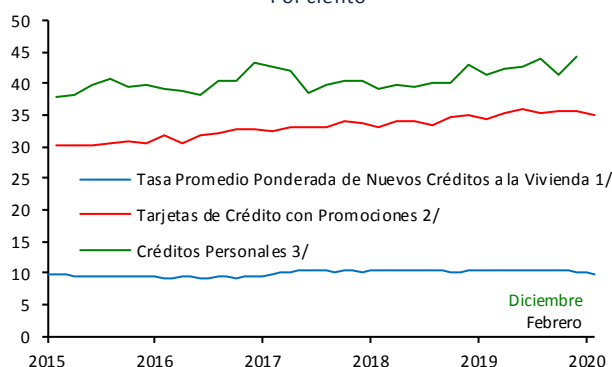
1/ Las cifras se ajustan por la salida e incorporación de algunos intermediarios financieros a la estadística de crédito.
Fuente: Banco de México.

Gráfica 48
Crédito a la Vivienda



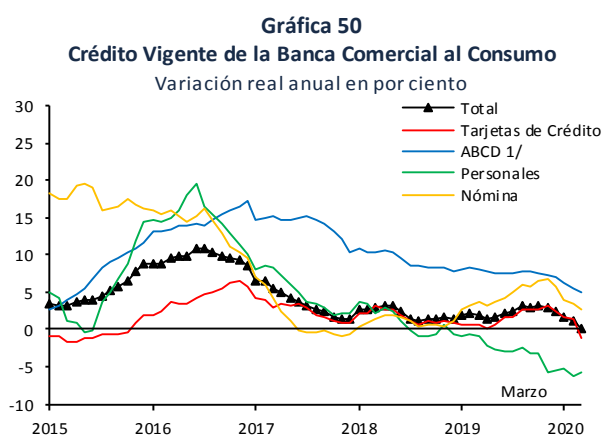
1/ Las cifras se ajustan por la salida e incorporación de algunos intermediarios financieros a la estadística de crédito.
2/ Las cifras se ajustan para no verse distorsionadas por efectos de traspaso y reclasificación de créditos en cartera directa, del traspaso de la cartera del fideicomiso UDIS al balance de la banca comercial y por la reclasificación de créditos en cartera directa a ADES.
Fuente: Banco de México.

Gráfica 49
Tasa de Interés Anual del Crédito a los Hogares
Por ciento



1/ Tasa promedio ponderada por el saldo asociado de crédito vigente. Incluye créditos para la adquisición de vivienda nueva y usada.
2/ La fuente es la base de datos de información relativa a tarjetas de crédito. Se refiere a la tasa promedio ponderada de tarjetas de crédito vigentes y de uso generalizado de clientes no totaleros.
3/ La fuente es el formulario de créditos al consumo no revolventes. Se refiere a la tasa promedio ponderada de nuevos créditos, se excluyen créditos vencidos, atrasados o en reestructura, otorgados a personas relacionadas con la institución, créditos otorgados en condiciones preferenciales a sus empleados, así como créditos que no están en moneda nacional.
Fuente: Banco de México.

En tanto, el crédito al consumo registró un crecimiento nulo (Gráficas 47 y 50). En particular, la cartera de tarjetas de crédito registró una reducción importante en marzo, probablemente por las medidas de distanciamiento social implementadas en dicho mes para mitigar la emergencia sanitaria por la pandemia de COVID-19. De acuerdo con la EnBan, los bancos con mayor participación de mercado reportaron una menor demanda en este segmento de crédito, así como un apretamiento en sus condiciones de otorgamiento. Por último, destaca que las tasas de interés de las tarjetas de crédito disminuyeron ligeramente en febrero respecto a meses previos (Gráfica 49).

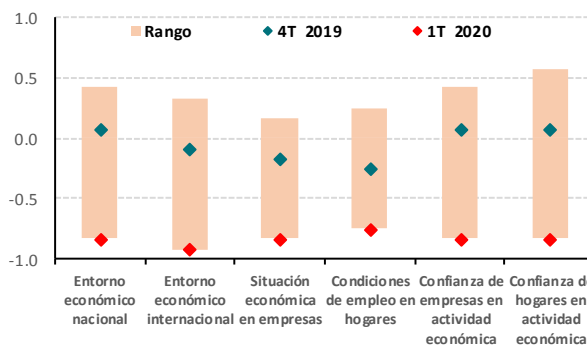


1/ Incluye crédito automotriz y crédito para la adquisición de otros bienes muebles.
Fuente: Banco de México.

Ante el entorno que se anticipa de una contracción en la actividad económica, existe el riesgo de un deterioro adicional en el mercado de fondos prestables, tanto porque algunos acreditados presenten dificultades para hacer frente a sus obligaciones, como porque algunas instituciones de crédito, de forma precautoria, decidan restringir su financiamiento. El panorama adverso que enfrentan estas instituciones se ilustra con las respuestas al módulo de seguimiento coyuntural de la EnBan al primer trimestre. Por ejemplo, los bancos con mayor participación de mercado percibieron un deterioro

significativo, el más amplio para un trimestre desde que comenzó a levantarse la encuesta en 2014, tanto en el entorno económico en general, como en la situación económica y confianza de empresas y hogares (Gráfica 51). Asimismo, estos bancos consideraron que su disponibilidad de fondos disminuyó, particularmente en moneda extranjera (Gráfica 52). Lo anterior es congruente con la mayor utilización de las líneas de crédito de las empresas grandes, quienes dispusieron de montos importantes tanto en moneda nacional como extranjera durante el mes de marzo. De igual modo, dichos bancos reportaron cierta disminución en su nivel de capitalización y liquidez. Aunado a todo lo anterior, este conjunto de bancos reportó un fuerte apretamiento en las condiciones de otorgamiento de crédito a intermediarios financieros no bancarios, a la vez que proyectaron que dicho apretamiento se profundizaría en el segundo trimestre del año (Gráfica 53). Ello podría disminuir el financiamiento que dichos intermediarios proveen a sus acreditados, los cuales son en su mayoría micro, pequeñas y medianas empresas.

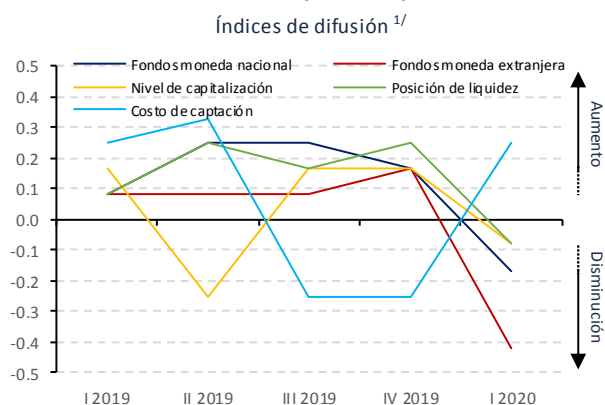
Gráfica 51
Seguimiento Coyuntural del Entorno Económico según Bancos con Mayor Participación
Índices de difusión^{1/}



1/ El grupo de bancos con mayor participación representa al menos el 75% del saldo de la cartera de crédito bancario del segmento correspondiente. El rango se refiere al máximo y el mínimo observado en cada índice durante el periodo 2015 T1-2020 T1.

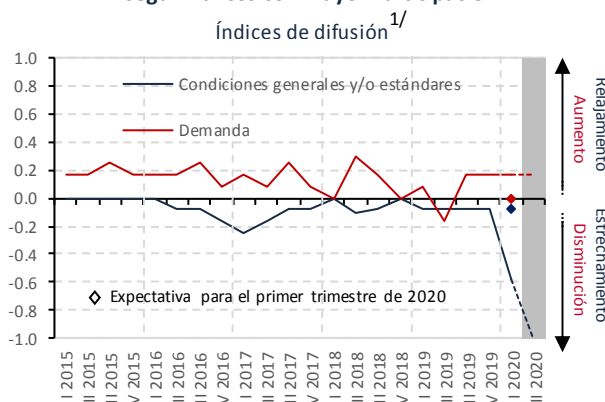
Fuente: Encuesta sobre Condiciones Generales y Estándares en el Mercado de Crédito Bancario (EnBan), Banco de México.

Gráfica 52
Percepción de la disponibilidad de fondos, nivel de capitalización, posición de liquidez y costo de captación según Bancos con Mayor Participación



^{1/} El grupo de bancos con mayor participación representa al menos el 75% del saldo de la cartera de crédito bancario del segmento correspondiente. Fuente: Encuesta sobre Condiciones Generales y Estándares en el Mercado de Crédito Bancario (EnBan), Banco de México.

Gráfica 53
Crédito a Otros Intermediarios Financieros No Bancarios según Bancos con Mayor Participación



^{1/} El grupo de bancos con mayor participación representa al menos el 75% del saldo de la cartera de crédito bancario del segmento correspondiente. Las líneas continuas representan la demanda y las condiciones generales y/o los estándares de crédito observados durante el trimestre de referencia, mientras que la línea punteada representa expectativas reportadas para el próximo trimestre. Por último, los diamantes representan la expectativa para el primer trimestre de 2020 que reportaron los altos directivos de los bancos comerciales en el cuarto trimestre de 2019.

Fuente: Encuesta sobre Condiciones Generales y Estándares en el Mercado de Crédito Bancario (EnBan), Banco de México.

Ante el complejo panorama descrito, durante el mes de marzo y abril, el Banco de México y otras autoridades anunciaron diversas medidas dirigidas a aliviar de manera temporal la carga financiera de los acreditados de las instituciones bancarias y del Infonavit, así como para promover un comportamiento ordenado y sano de los mercados

financieros y crediticios (ver Recuadro 7 y la Sección 4).

En particular, las medidas anunciadas por el Banco de México procuran cuatro grandes objetivos:

- Proveer liquidez y reestablecer condiciones de operación en el mercado de dinero.*
- Promover el comportamiento ordenado y el correcto descubrimiento de precios en los mercados de valores gubernamentales y valores corporativos.*
- Fortalecer los canales de crédito mediante la provisión de financiamiento a instituciones bancarias, condicionado a que estas sean canalizadas a las micro, pequeñas y medianas empresas y personas físicas.*
- Promover el comportamiento ordenado del mercado cambiario.*

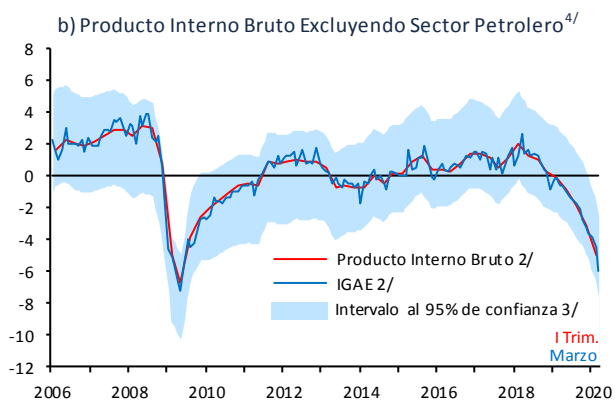
Estas medidas están dirigidas a reducir la posibilidad de que las instituciones de crédito presenten un comportamiento pro-cíclico durante la coyuntura actual. Asimismo, dichas medidas facilitarían a los intermediarios financieros el ejercer su función prioritaria de proveer financiamiento a la economía, sobre todo a quienes más perjudicados se verían ante una ralentización del canal de crédito. Ello, a su vez, ayudaría a evitar ajustes abruptos del consumo y a proveer a las empresas de recursos para enfrentar sus obligaciones y conservar puestos de empleo.

En suma, la información disponible sugiere que las fuentes de recursos financieros registraron un deterioro durante el primer trimestre de 2020, en especial las fuentes provenientes del exterior. En este contexto, y ante el agravamiento de la restricción de financiamiento externo como consecuencia de la propagación de la pandemia de COVID-19, aunada a una contracción económica profunda, cobra mayor importancia el continuar con el fortalecimiento del marco macroeconómico del país. Además de una política monetaria prudente y firme, una vertiente relevante en este sentido es perseverar en los esfuerzos para consolidar de forma estructural a las finanzas públicas (ver Recuadro 6). Asimismo, ante la contingencia actual, resulta de vital importancia continuar con la evaluación e implementación de

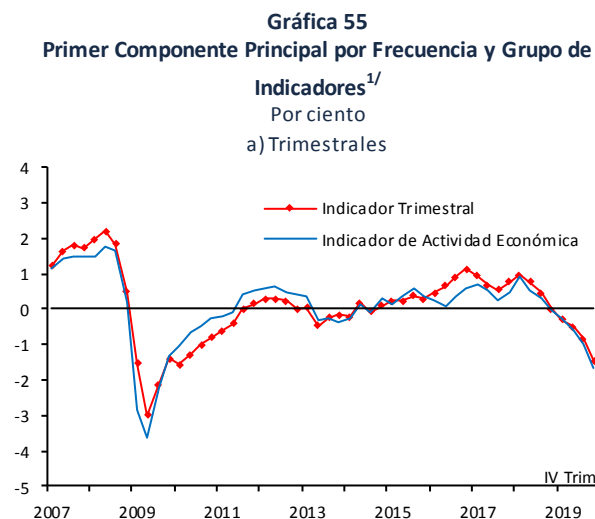
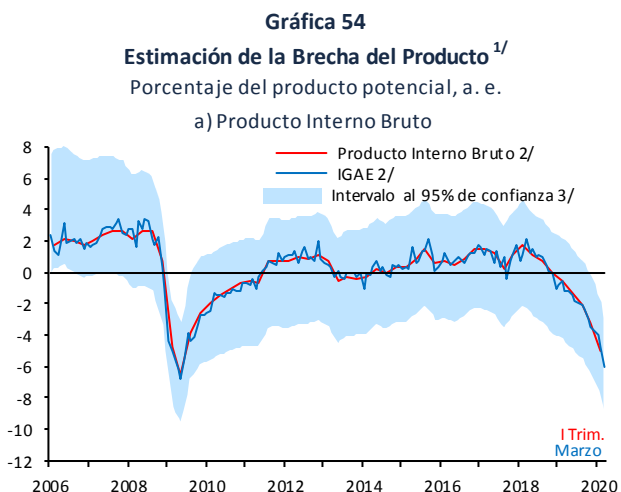
medidas que procuren un desarrollo ordenado de los mercados financieros nacionales. Todo lo anterior ayudará a mitigar presiones sobre los mercados de fondos prestables y facilitará la canalización de recursos financieros al sector privado.

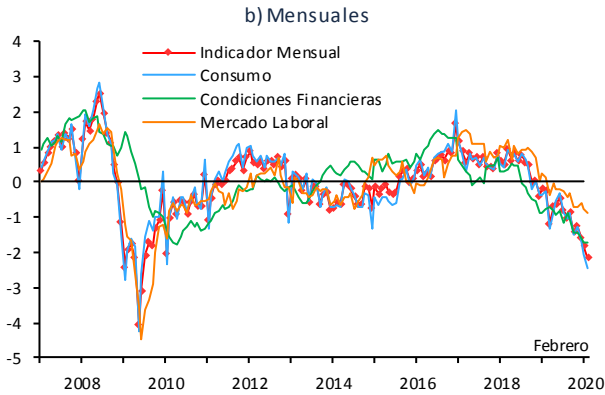
2.2.3. Condiciones de Holgura en la Economía

En cuanto a la posición cíclica de la economía, en el periodo que se reporta las condiciones de holgura se ampliaron considerablemente, como consecuencia de la persistente debilidad que la actividad económica mantuvo a principios de 2020 aunado a los efectos de la propagación de COVID-19 sobre la actividad (Gráficas 54 y 55a). En particular, las estimaciones de la brecha del producto, tanto la que se basa en el PIB total, como la que excluye al sector petrolero, mostraron en el primer trimestre de 2020 una magnitud negativa mayor a la alcanzada a finales de 2019. Se anticipa que estas condiciones de holgura continúen ampliándose notoriamente en el segundo trimestre. Por su parte, con información a febrero de 2020, los indicadores de holgura relacionados con el consumo y con el mercado laboral también ampliaron su grado de holgura (Gráfica 55b).



a. e. / Elaborada con cifras ajustadas por estacionalidad.
 1/ Estimadas con el filtro de Hodrick-Prescott con corrección de colas; ver Informe sobre la Inflación Abril – Junio 2009, Banco de México, p. 74.
 2/ Cifras del PIB al primer trimestre de 2020; cifras 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 propia con información de INEGI y Banco de México.

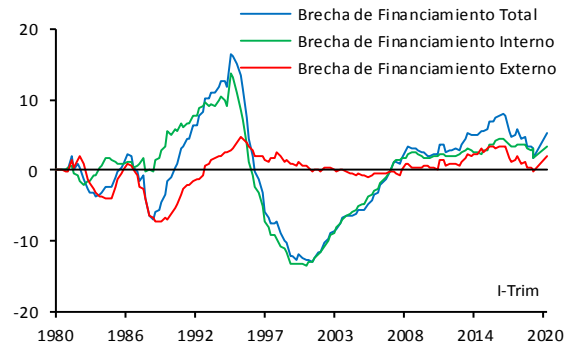




1/ Índices construidos con base en la metodología CCM; ver Banco de México (2017), "Informe Trimestral, Octubre-Diciembre 2017", pág.47. Los índices de holgura mensuales y trimestrales se basan en el primer componente principal de conjuntos que incluyen 11 y 12 indicadores, respectivamente. Los índices de holgura de consumo, de la actividad económica y demanda agregada, del mercado laboral y de las condiciones de demanda en el mercado de fondos prestables se basan en el primer componente principal de conjuntos que incluyen 6, 4, 3 y 6 indicadores, respectivamente.

Fuente: Elaboración propia con información de INEGI y Banco de México.

Gráfica 56
Brecha de Financiación Interno y Externo^{1/, 2/}
Por ciento



1/ Antes de 1995, el financiamiento externo se estimó calculando la diferencia entre crédito bancario y crédito total.

2/ La información del primer trimestre de 2020 es preliminar.

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

2.2.4. Estabilidad del Sistema Financiero

2.2.4.1. Financiación Agregado

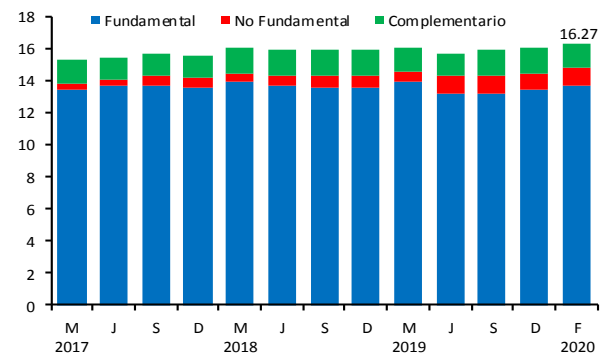
El sistema financiero mexicano mantiene una posición de capital y liquidez sólida; sin embargo, enfrenta importantes desafíos derivados del choque macroeconómico sin precedentes causado por la pandemia de COVID-19. Entre dichos desafíos destacan mantener el flujo de crédito que requiere la economía y mantener condiciones de liquidez adecuadas sin descuidar su solvencia, por lo que el uso de excepciones regulatorias temporales será importante. Si bien un análisis detallado de estos retos se presentará en el *Reporte de Estabilidad Financiera* que se publicará el 10 de junio, en esta sección se presentan algunas consideraciones sobre la evolución de los riesgos que enfrenta el sistema financiero mexicano.

El uso de financiamiento en México aumentó durante el primer trimestre de 2020. Este resultado se explica, principalmente, por un incremento en el uso de líneas de crédito externas y por la depreciación que registró el tipo de cambio durante dicho periodo, lo cual dio lugar a un aumento en el saldo del financiamiento externo y en el financiamiento a empresas en moneda extranjera medido en pesos (Gráfica 56).

2.2.4.2. Solvencia de la Banca Múltiple

En febrero de 2020, el índice de capitalización (ICAP) de la banca múltiple registró un nivel de 16.27%, cifra superior al 15.98% observado en diciembre de 2019. Este comportamiento fue principalmente resultado del incremento en el capital neto registrado durante dicho periodo. En particular, el crecimiento en el capital regulatorio se originó del dinamismo del capital ganado en el periodo de comparación. De esta manera, en febrero de 2020, la banca múltiple continuó mostrando elevados niveles de capital regulatorio que dan margen para mantener el otorgamiento de crédito en los próximos meses, así como para afrontar los riesgos de su operación. (Gráfica 57).

Gráfica 57
Evolución del Capital Regulatorio
En por ciento de activos ponderados por riesgo



Fuente: Banco de México.

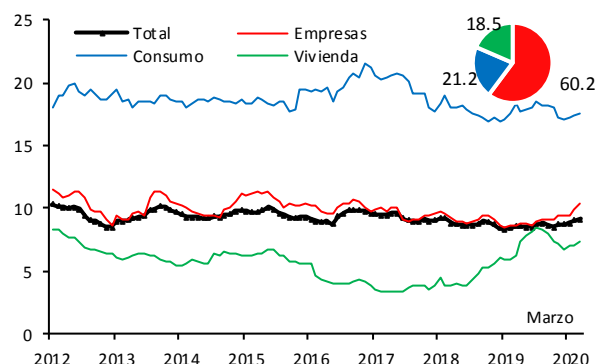
2.2.4.3. Riesgo de Crédito de la Banca Múltiple

El riesgo de crédito de la banca, medido mediante el valor en riesgo condicional (CVaR)⁶ al 99.9% de confianza⁷ como proporción del portafolio de crédito, aumentó en el primer trimestre de 2020, pasando de 8.78% en diciembre del 2019 a 9.13% en marzo de 2020. Este comportamiento se explica por un incremento en el riesgo de toda la cartera, siendo el crédito otorgado a las empresas el de mayor contribución (Gráfica 58).

Por su parte, el índice de capitalización neta de riesgo,⁸ indicador que permite evaluar si los niveles de capitalización de los bancos son adecuados para hacer frente a pérdidas extremas no anticipadas, aumentó ligeramente durante el trimestre de referencia, pasando de 10.67% en diciembre de 2019 a 10.73% en febrero de 2020; lo anterior como resultado de un mayor aumento en el ICAP que en el CVaR de la cartera crediticia (Gráfica 59). Los niveles del índice siguen siendo mayores al mínimo regulatorio, mostrando la resiliencia de la banca para absorber pérdidas no esperadas derivadas del incumplimiento crediticio de sus carteras.

Si bien la morosidad del crédito de la banca se mantuvo relativamente estable durante el cuarto trimestre de 2019, es de esperar que la contingencia sanitaria de COVID-19 tenga efectos adversos en el comportamiento de pago de los deudores. Con la entrada en vigor de los criterios contables provisionales de la CNBV⁹ se apoyará a los acreditados cuya fuente de pago se encuentre afectada por la contingencia, esperando mitigar el incremento potencial en la morosidad de las carteras.

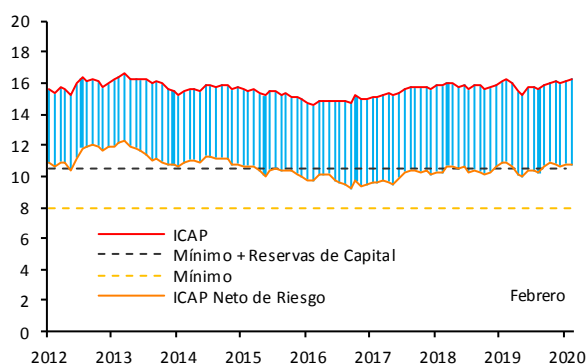
Gráfica 58
Valor en Riesgo Condicional Anual al 99.9% por Tipo de Crédito^{1/}
Por ciento de la cartera



^{1/} La gráfica de pastel corresponde a la participación de la cartera vigente por tipo de crédito.

Fuente: Banco de México, CNBV y Buró de Crédito.

Gráfica 59
Índice de Capitalización Neta de Riesgo^{1/}
Por ciento



Cifras a Febrero de 2020

^{1/} Se estima como el índice de capitalización que resulta al reducir el CVaR tanto del capital neto como de los activos ponderados por riesgo.

⁶ El valor en riesgo condicional (CVaR) permite analizar las pérdidas en la cola de la distribución, ya que representa el valor esperado de la pérdida cuando esta es mayor al VaR, el cual a su vez, representa el percentil que corresponde a un nivel de confianza determinado en una distribución de probabilidad de pérdidas de una cartera de activos sujetos a riesgo de crédito.

⁷ Es importante enfatizar que el cálculo del cVaR se basa en información histórica sobre las probabilidades y correlaciones de incumplimiento de las carteras por lo que no considera una situación como la generada por la pandemia de COVID-19 que produce un escenario de riesgo inédito. En consecuencia, el cVaR debe tomarse como una referencia y no como un pronóstico del escenario que pudiera materializarse.

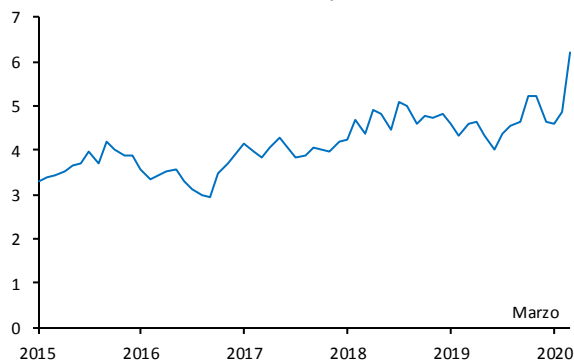
⁸ Se estima como el índice de capitalización que resulta al reducir el valor del CVaR de la cartera de crédito tanto del capital neto como de los activos ponderados por riesgo.

⁹ Criterios contables provisionales publicados el 27 de marzo de 2020, con el que se favorecerá la renovación o reestructuración de aquellos créditos clasificados contablemente como vigentes al 28 de febrero de 2020, manteniendo la situación de cartera vigente de los mismos hasta por seis meses. Adicionalmente, se facilitará que la banca pueda diferir la constitución de reservas crediticias relacionadas con el otorgamiento de quitas, condonaciones, bonificaciones y descuentos a sus clientes, con el fin de facilitar el otorgamiento de este tipo de apoyos.

2.2.4.4. Riesgo de Mercado de la Banca Múltiple y Otros Intermediarios

El riesgo de mercado de la banca, medido a través del CVaR de mercado al 99.9% de confianza¹⁰ como proporción del capital neto registró un importante incremento durante el primer trimestre de 2020, pasando de un nivel de 4.62% en diciembre de 2019 a un nivel de 6.22% en marzo de 2020 (Gráfica 60). Lo anterior como resultado de ajustes en las posiciones de los bancos hacia títulos de tasa fija y de largo plazo, lo que aumentó la sensibilidad en sus portafolios ante cambios en las tasas de interés. El incremento del riesgo en los portafolios se dio principalmente en marzo a raíz del aumento en las volatilidades de los factores de riesgo de mercado provocado por el brote de la pandemia.

Gráfica 60
Valor en Riesgo Condicional al 99.9% para el Riesgo de Mercado de la Banca
 Por ciento del capital neto



Fuente: Banco de México, CNBV, BMV, Bloomberg y Valmer.

Por su parte, si bien las condiciones de mayor volatilidad que prevalecieron durante el primer trimestre en los mercados financieros se tradujeron en minusvalías importantes en los portafolios de las Siefores, estas se han revertido en la medida en que mejoraron las condiciones de operación de algunos mercados. Así, dado que la estrategia de inversión de estos fondos está orientada a maximizar el rendimiento de largo plazo en beneficio de los trabajadores, las Siefores podrían aprovechar las condiciones prevalecientes para incrementar sus inversiones en aquellos activos que contribuyan a

dicho objetivo, dentro de los parámetros de riesgo que correspondan al perfil de cada fondo. Durante la contingencia sanitaria también se ha presentado un aumento en los retiros parciales por desempleo que los trabajadores pueden realizar de sus fondos de ahorro. Así, en los primeros cuatro meses de 2020 se observó un retiro de alrededor de 5 mil millones de pesos, equivalente al 0.13% del total de los activos administrados por estos fondos en abril de 2020, o bien, al 4.4% de las aportaciones depositadas en las Siefores durante el mismo período.

Con respecto a los fondos de inversión, algunos presentaron minusvalías durante marzo, principalmente en el sector de fondos de inversión en renta variable. En cuanto al sector de fondos de inversión en renta fija, si bien en el agregado no se observan minusvalías, se observó mucha volatilidad, y algunos fondos enfocados en deuda de largo plazo presentaron minusvalías considerables. Sin embargo, contrario a lo observado durante episodios de estrés en el pasado, a la fecha no se han observado redenciones considerables a nivel sistema. La respuesta medida de los inversionistas en fondos de inversión puede obedecer a que no existe incertidumbre sobre la naturaleza del choque que se enfrenta, y este no se originó en el sistema financiero.

2.2.4.5. Riesgos Asociados a Intermediarios Crediticios no Bancarios, Empresas Privadas no Financieras Listadas en la BMV y Otras Emisoras

El financiamiento total al sector privado no financiero otorgado por entidades y empresas financieras no bancarias del país, reguladas y no reguladas, ascendió al cierre de 2019 a 1.23 billones de pesos, representando un 10.8% del financiamiento total que recibe el sector privado no financiero. A la misma fecha, este financiamiento registró un crecimiento real anual del 2.7% no obstante que se ha venido desacelerando a partir de junio de 2019.

En los últimos meses, la morosidad de la cartera de crédito originada por algunas entidades no bancarias ha venido aumentando ligeramente;¹¹ sin embargo, su participación en el financiamiento total al sector

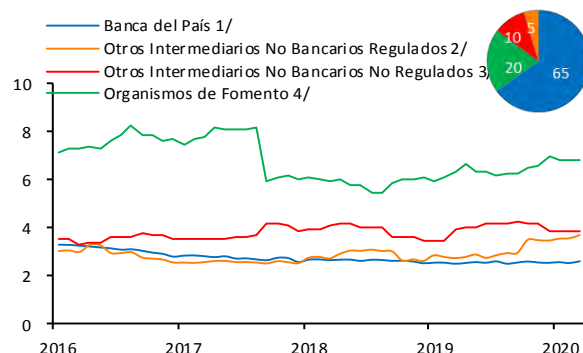
¹⁰ Cabe señalar que, al ser estimaciones bajo las condiciones históricas observadas hasta la fecha, este indicador constituye una referencia y no un pronóstico respecto a las pérdidas potenciales que podrían observarse en la coyuntura actual.

¹¹ En particular este aumento en la morosidad se ha observado para las sofipos, uniones de crédito y en menor medida a las socaps y sofomes no reguladas.

privado no financiero continúa siendo baja. (Gráfica 61). Es de esperarse que, derivado de la contingencia sanitaria implementada para evitar la propagación masiva de COVID-19 en el país, se afecte la capacidad financiera de los distintos sectores de acreditados que estos intermediarios atienden. Lo anterior, en vista de que estos intermediarios representan en muchos casos la principal fuente de financiamiento para algunas empresas y hogares no bancarizados. Con el fin de mitigar afectaciones abruptas a la posición financiera tanto de los acreedores como de los acreditados, las autoridades financieras han establecido medidas temporales en materia de criterios contables para algunas de las entidades no bancarias,¹² mismas que les facilitará a esas entidades continuar con el otorgamiento de crédito durante la contingencia sin que sus balances financieros se vean afectados severamente por un deterioro en la calidad de sus portafolios crediticios y en consecuencia un mayor gasto en provisiones crediticias.

Con respecto a los riesgos asociados a empresas privadas no financieras listadas en bolsa, la información disponible al primer trimestre de 2020¹³ mostraba que su apalancamiento aumentó, mientras que la capacidad para servir su deuda se redujo (Gráfica 62). Estos resultados se explican principalmente por la depreciación del peso frente al dólar, que afectó los saldos de deuda en moneda extranjera. A la misma fecha, la pandemia de COVID-19 generó caídas en los ingresos de algunas de las empresas listadas especializadas dentro del sector de servicios (por ejemplo, aerolíneas, hoteles, restaurantes, centros comerciales, entretenimiento, etc.), así como del industrial automotriz, entre otros. No obstante, se prevé que la mayor afectación se refleje en los reportes financieros de las empresas con cifras al cierre del segundo trimestre del año. Por lo anterior, se debe evaluar su liquidez y solvencia hacia adelante.

Gráfica 61
Morosidad de la Cartera de Crédito Total
Por ciento



1/ Incluye: banca múltiple y banca de desarrollo.

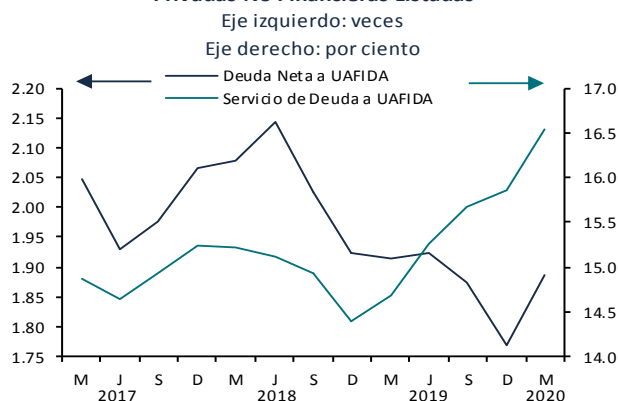
2/ Incluye: entidades financieras no bancarias reguladas tales como socaps, sofipos, uniones de crédito, y sofomes reguladas por emitir deuda.

3/ Incluye: sofomes no reguladas, empresas financieras que otorgan preponderantemente crédito como parte del giro del negocio, tales como arrendadoras financieras o algunos brazos financieros de empresas automotrices y tarjetas de crédito no bancarias de tiendas departamentales.

4/ incluye: Infonavit, Fovissste e Infonacot.

Fuente: CNBV, BMV, Condusef y Buró de Crédito.

Gráfica 62
Endeudamiento y Servicio de Deuda de las Empresas Privadas No Financieras Listadas



Nota: Las siglas UAFIDA se refieren a las utilidades antes de ingresos financieros, impuestos, depreciación y amortización. Las cifras a marzo de 2020 corresponden a 82 empresas que han reportado sus estados financieros al 21 de mayo.

Fuente: BMV.

¹² Las medidas corresponden a criterios contables especiales aplicables a aquellos créditos otorgados por entidades financieras no bancarias del sector de ahorro y crédito popular (sofipos y socaps), uniones de crédito, almacenes generales de depósito, cuya fuente de pago se encuentre afectada por la contingencia y que, además, se encuentren vigentes al 28 de febrero en el caso de los almacenes generales de

depósito, y al 31 de marzo para el resto de las entidades. Ver Recuadro 5 para mayor detalle.

¹³ Al 21 de mayo, 82 de 105 empresas no financieras listadas han reportado información. Cabe recordar que la CNBV extendió al 3 de julio de 2020 la fecha límite para reportar la información trimestral correspondiente al primer trimestre de 2020 para las empresas listadas.

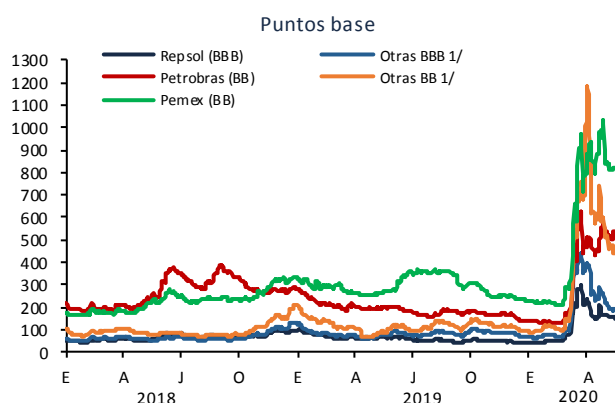
La caída en los precios del petróleo observada a partir de marzo de este año ha generado un fuerte impacto en los ingresos de Pemex, presionando su posición financiera. Con información financiera reportada a la BMV correspondiente al cierre del primer trimestre de este año, Pemex mostró una pérdida neta trimestral de 562 mil millones de pesos, que se explica principalmente por pérdidas cambiarias (469 m.m.d.p.) asociadas a la revalorización de su deuda denominada en dólares a su equivalente en pesos debido a la depreciación del peso durante ese trimestre. Estas pérdidas no necesariamente representan para la empresa un flujo de salida de efectivo ya que los vencimientos de su deuda ocurrirán principalmente en el largo plazo.¹⁴ Asimismo, la empresa reportó una caída en sus ingresos anuales de alrededor del 5% respecto al nivel registrado en el mismo trimestre del año anterior. Dicha disminución se asocia a la caída en los precios del petróleo. Por otra parte, del lado de los egresos, se registró un aumento en el gasto de inversión anual del 13% en el mismo periodo.

En lo que corresponde a las obligaciones financieras de la empresa, esta realizó en enero una operación de refinanciamiento de pasivos. Por otra parte, a marzo de 2020 contaba con líneas de crédito por casi 7 mil millones de dólares, lo cual aminora su riesgo de liquidez. La empresa cuenta también con una cobertura con instrumentos derivados para cubrir de forma parcial la caída en el precio del petróleo para 2020.

Dado el complejo entorno que enfrenta la empresa, el costo de la cobertura crediticia de la deuda de Pemex, medido a través del precio del swap de incumplimiento crediticio a un plazo de 5 años (CDS por sus siglas en inglés) se ha incrementado. Dicho aumento se observó también en otras empresas petroleras de calificación similar y, aunque el costo de cobertura ha comenzado a descender desde principios de mayo para dichas petroleras, en el caso de Pemex el descenso se ha dado en un menor ritmo

(Gráfica 64). Al respecto, cabe mencionar que las principales agencias calificadoras redujeron la calificación crediticia de la empresa en marzo y abril, quedando por debajo del grado de inversión en la escala de Moody's y Fitch (ver Cuadro 3 y Recuadro 6). Las agencias calificadoras fundamentaron las acciones anteriores en la reducción de la calificación soberana, así como en el mayor riesgo de liquidez y de negocio que enfrenta la empresa tras la caída en los precios del petróleo.

Gráfica 63
Costo de la Cobertura Crediticia Medida por el CDS de la Deuda Emitida por Pemex y Empresas Petroleras con Calificación BB y BBB



¹ Se consideraron 7 petroleras con una calificación crediticia de BBB (Andeavor, Apache, Canadian Natural Resources, Eni, Halliburton, Repsol y Valero Energy) y 6 con una calificación de BB (Anadarko, Devon Energy, Encana, Hess, Nabors, y Petrobras). Los promedios corresponden al promedio simple de los valores del CDS por nivel de calificación. La calificación corresponde a la calificación mínima que otorgó Fitch, Moody's o S&P usando la escala de S&P.

Fuente: Markit.

Cuadro 3
Calificaciones crediticias de Pemex, 7-may-2020

Calificadora	Última revisión	Calificación y perspectiva	Cambios en el último año
Moody's	17-abr-20	Ba2 (BB+) (negativa)	1
S&P	26-mar-20	BBB (negativa)	1
Fitch	17-abr-20	BB- (estable)	3

Fuente: Bloomberg

¹⁴ Con cifras de los estados financieros al primer trimestre de 2020, Pemex enfrenta vencimientos de deuda financiera y arrendamientos

en un año por 296 mmdp, equivalente a un 11.5 por ciento de su deuda total con arrendamientos.

3. Evolución Reciente de la Inflación

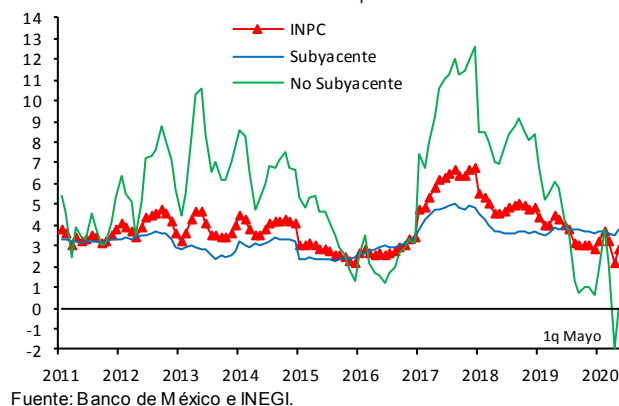
3.1. La Inflación en el Primer Trimestre de 2020

Los efectos de la pandemia de COVID-19 se aprecian en la evolución reciente de la inflación en México, destacando entre ellos la histórica reducción en los precios de las referencias internacionales de los energéticos, que implicó caídas significativas en los precios domésticos de la gasolina en marzo y, de manera más notoria, en abril, presionando a la baja la inflación no subyacente. No obstante, en la primera quincena de mayo, al repuntar las referencias internacionales, los precios de las gasolinas también aumentaron, lo que en combinación con las elevadas variaciones anuales que han presentado los precios de varias frutas y verduras, han disminuido la presión a la baja de la inflación no subyacente. La inflación subyacente, por su parte, parecería estar afectada por cambios en la demanda relativa por distintos bienes y servicios tanto al alza, como a la baja, así como posiblemente por algunos factores de oferta, lo que ha generado, en balance, que en la primera quincena de mayo haya presentado un repunte. Las medidas de distanciamiento social y de menor movilidad ante la pandemia han ocasionado una reducción en los precios de los servicios, siendo esto particularmente evidente en el caso de los servicios turísticos, aunque también se aprecia en otros, como los de alimentación. En contraste, se han observado presiones al alza sobre los precios de algunas mercancías que pudieron haber incrementado su demanda como consecuencia de la crisis sanitaria, entre las que se encuentran alimentos, medicamentos y productos para el hogar, además de que no se puede descartar que también pudieran estar viendo afectaciones por la depreciación del tipo de cambio o por choques de oferta, como resultado de interrupciones en las cadenas de producción tanto nacionales como globales. Estas presiones podrían verse contrarrestadas por una

menor demanda no solo local, sino generalizada a nivel internacional, y en el corto plazo, por los bajos precios de los energéticos. Así, existe incertidumbre acerca de la dirección, magnitud y duración del efecto neto de los eventos recientes sobre la inflación.

En este contexto, la inflación general pasó de un promedio de 2.94% en el último trimestre de 2019 a uno de 3.39% en el primer trimestre de 2020 (Cuadro 4 y Gráfica 64), debido al crecimiento que presentó la inflación no subyacente a principios del año y al efecto del incremento del IEPS a cigarrillos y bebidas azucaradas sobre la subyacente (Cuadro 4 y Gráfica 65). Posteriormente, reflejando fundamentalmente los efectos de la pandemia sobre los precios de los energéticos, la inflación general descendió a 2.15% en abril. No obstante, para la primera quincena de mayo se incrementó a 2.83% por las menores presiones a la baja sobre la no subyacente y en respuesta al repunte en la inflación subyacente, a su vez reflejo de que dominaron los efectos al alza derivados de la contingencia sanitaria sobre algunos bienes.

Gráfica 64
Índice Nacional de Precios al Consumidor
Variación anual en por ciento

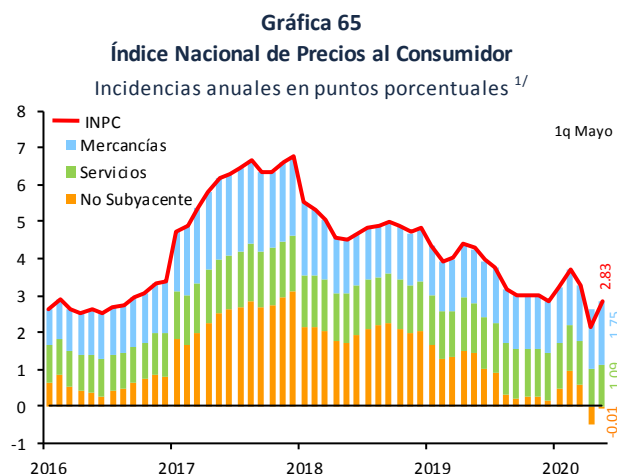


Cuadro 4
Índice Nacional de Precios al Consumidor, Principales Componentes e Indicadores de Media Truncada
 Variación anual en por ciento

	2019				2020		
	I	II	III	IV	I	Abril	1q Mayo
INPC	4.10	4.21	3.31	2.94	3.39	2.15	2.83
Subyacente	3.56	3.83	3.78	3.64	3.66	3.50	3.76
Mercancías	3.66	3.83	3.79	3.66	3.86	4.11	4.45
Alimentos, Bebidas y Tabaco	4.40	4.88	4.70	4.56	5.05	5.78	6.54
Mercancías No Alimenticias	2.94	2.79	2.84	2.71	2.60	2.34	2.22
Servicios	3.44	3.80	3.77	3.63	3.45	2.84	3.02
Vivienda	2.63	2.82	2.89	2.91	2.94	2.86	2.71
Educación (Colegiaturas)	4.79	4.85	4.76	4.73	4.61	4.57	4.52
Otros Servicios	4.03	4.56	4.36	4.04	3.66	2.47	2.97
No Subyacente	5.84	5.35	1.87	0.86	2.60	-1.96	-0.06
Agropecuarios	5.31	5.69	4.02	1.94	6.33	8.52	10.62
Frutas y Verduras	11.24	10.26	1.80	-1.69	7.32	9.35	19.18
Pecuarios	0.83	3.18	5.90	5.13	5.45	7.83	3.67
Energéticos y Tarifas Aut. por Gobierno	6.28	5.11	0.33	0.09	-0.03	-9.35	-7.85
Energéticos	7.36	5.86	-1.31	-1.83	-2.04	-15.20	-13.43
Gasolina	11.60	8.30	2.18	-0.46	-1.54	-23.63	-20.27
Gas doméstico L.P.	2.91	2.27	-12.86	-9.20	-6.53	-5.99	-3.90
Tarifas Autorizadas por Gobierno	3.45	3.63	4.23	4.97	4.97	4.81	5.08
Indicador de Media Truncada ^{1/}							
INPC	3.76	3.92	3.47	3.24	3.19	2.90	3.14
Subyacente	3.63	3.83	3.80	3.66	3.63	3.56	3.61

^{1/} Elaboración propia con información del INEGI.

Fuente: Banco de México e INEGI.



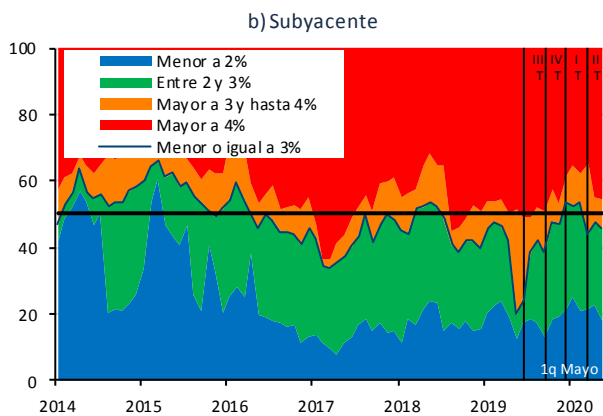
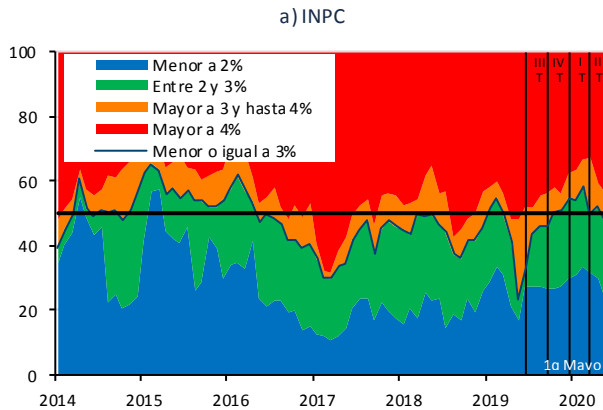
^{1/} En ciertos casos la suma de los componentes respectivos puede registrar alguna discrepancia por efectos de redondeo.
 Fuente: Elaboración propia con información del INEGI.

A continuación se presentan algunos indicadores que permiten analizar tanto la tendencia de la inflación general y subyacente, como su comportamiento en el margen.

En primer lugar, se analiza la proporción de las canastas del INPC general y subyacente, cuyas variaciones mensuales de precios ajustadas por estacionalidad y anualizadas se encuentran dentro de cuatro categorías: i) genéricos con variaciones en sus precios menores a 2%; ii) entre 2 y 3%; iii) mayores a 3% y hasta 4%, y iv) mayores a 4% (Gráfica 66). De este análisis se obtiene que los porcentajes de las canastas tanto del índice general, como del subyacente, con incrementos de precios menores a 3%, se mantuvieron relativamente estables entre el último trimestre de 2019 y el primero de 2020, si bien presentaron un descenso en la primera quincena de mayo (áreas azul y verde, Gráfica 66). En particular, la proporción de la canasta del índice general con variaciones mensuales de precios anualizadas menores o iguales a 3% (área debajo de la línea azul) pasó de 52 a 54% entre el último trimestre de 2019 y el primer trimestre de 2020, ubicándose en 47% en la primera quincena de mayo. En lo referente a la canasta del índice subyacente, en los trimestres

referidos las proporciones fueron 49 y 50%, mientras que en la primera quincena de mayo fue 46%.

Gráfica 66
Porcentaje de la Canasta del INPC según Rangos de Incremento Mensual Anualizado a. e. ^{1/}
 Cifras en por ciento

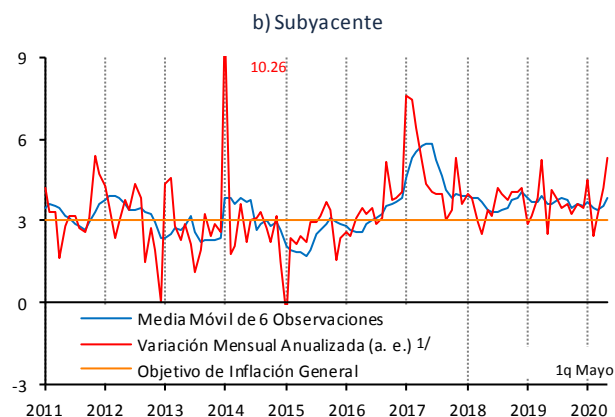
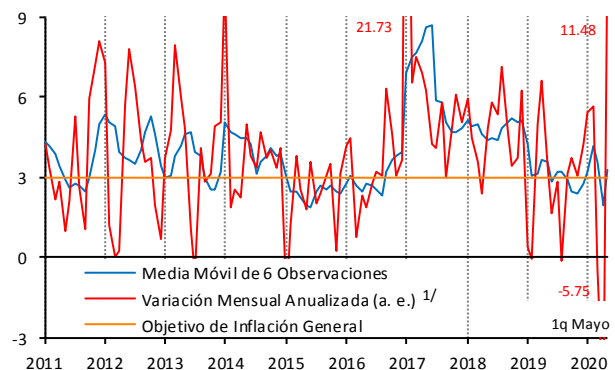


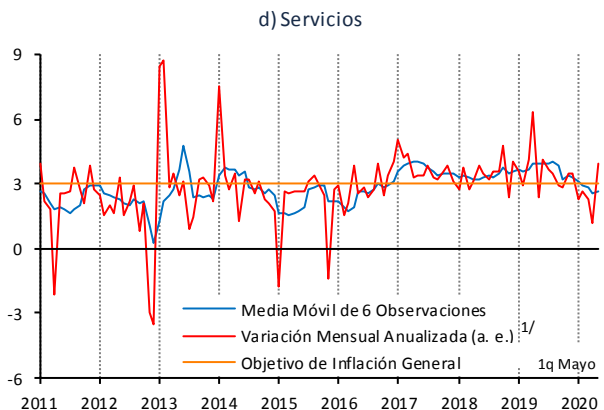
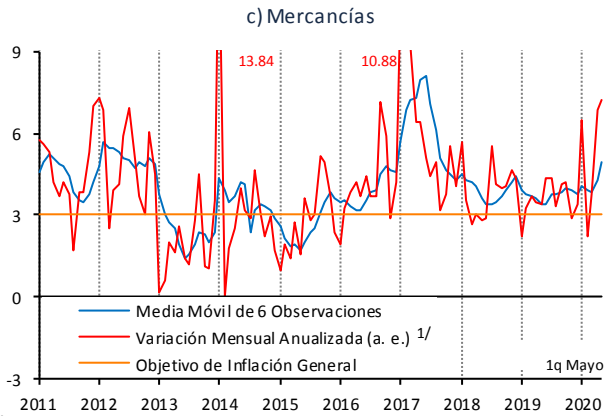
a.e. / Cifras ajustadas estacionalmente.
^{1/} Media móvil de 3 meses.
 Fuente: Banco de México e INEGI.

En segundo lugar, se muestra la evolución de las variaciones mensuales de precios ajustadas por estacionalidad y anualizadas, tanto del índice general, como del subyacente y de sus componentes. En el caso de la inflación general, luego de presentar incrementos en enero y en febrero de 2020, tanto su variación mensual, como su medida de tendencia (media móvil de seis meses), disminuyeron de manera notoria en los siguientes dos meses, exhibiendo un repunte en la primera quincena de mayo (Gráfica 67). En lo que se refiere a las variaciones mensuales ajustadas por estacionalidad y anualizadas del índice subyacente y a su medida de tendencia se observa también un repunte en la información de la primera quincena de mayo. La variación mensual de las mercancías, por su parte,

exhibió un aumento en enero de 2020 relacionado con el incremento del IEPS en cigarrillos y en bebidas azucaradas, al tiempo que su medida de tendencia había presentado un comportamiento relativamente estable. No obstante, en la primera quincena de mayo, tanto su variación mensual como su medida de tendencia presentaron un aumento importante, mismo que pudiera relacionarse con el hecho de que las variaciones de precios de algunas mercancías alimenticias, así como de medicamentos y de productos para el hogar, se han incrementado en el contexto de la crisis sanitaria. Por su parte, tanto las variaciones mensuales de los servicios, como su medida de tendencia, registraron disminuciones, en general, desde principios del cuarto trimestre de 2019, las cuales se acentuaron en marzo de 2020 debido a los efectos de las medidas de distanciamiento social y de menor movilidad sobre los precios de los servicios, en especial en los servicios turísticos, si bien estos repuntaron en la primera quincena de mayo.

Gráfica 67
Variación Mensual Desestacionalizada Anualizada y Tendencia
 Cifras en por ciento
 a) INPC





a.e./ Cifras ajustadas estacionalmente.

^{1/} Para la última observación se utiliza la variación quincenal anualizada.

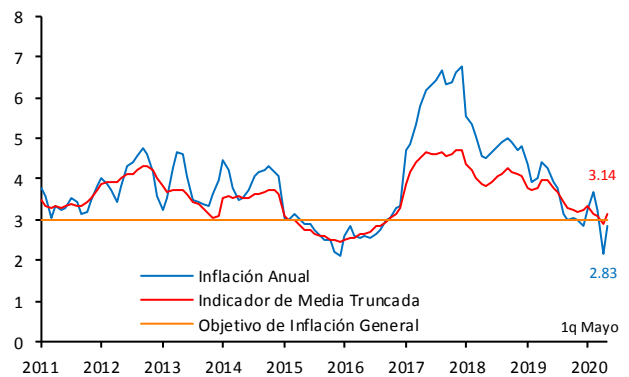
Fuente: Desestacionalización propia con información de Banco de México e INEGI.

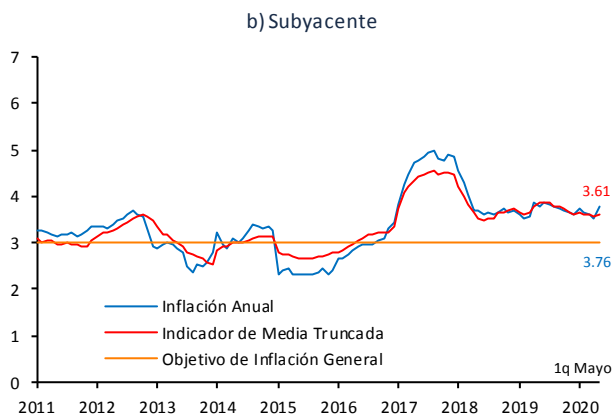
En cuanto al Indicador de Media Truncada para la inflación general anual, este disminuyó durante la mayor parte de 2020, mientras que para los datos sin trincar el descenso fue más acelerado, de tal manera que incluso con el repunte que ambos indicadores exhibieron en la primera quincena de mayo, la inflación general anual se ubicó por debajo de su Indicador de Media Truncada, lo cual es evidencia de la contribución al comportamiento de la inflación general anual de algunas variaciones extremas de precios (Gráfica 68 y Cuadro 4). Por su parte, en lo que va de 2020, el Indicador de Media Truncada para la inflación subyacente ha exhibido, en general, niveles similares a los de la inflación subyacente observada, lo cual indica que el comportamiento de la inflación subyacente no ha estado influido por

variaciones extremas de algunos de los precios incluidos en su medición. No obstante, al interior del componente subyacente se registra heterogeneidad. En el caso de las mercancías el Indicador de Media Truncada se ha ubicado por debajo de la variación anual de este subíndice en las lecturas más recientes debido a que se han presentado incrementos extremos en los precios de algunos alimentos; en contraste, en el caso de los servicios su Indicador de Media Truncada ha venido presentando niveles superiores a los de los datos sin trincar, sugiriendo que la inflación de servicios ha estado influida en parte por reducciones importantes en algunos conceptos particulares, como los servicios turísticos.

En particular, entre el cuarto trimestre de 2019 y el primer trimestre de 2020, el Indicador de Media Truncada para la inflación general pasó de 3.24 a 3.19%, ubicándose en 3.14% en la primera quincena de mayo de 2020. Estos niveles se comparan con la inflación general observada, la cual se situó en 2.94, 3.39 y 2.83%, respectivamente. Por su parte, el Indicador de Media Truncada para la inflación subyacente fue 3.66 y 3.63% en los trimestres referidos y 3.61% en la primera quincena de mayo, mientras que los niveles observados para la inflación subyacente anual fueron 3.64, 3.66 y 3.76%, respectivamente.

Gráfica 68
Índices de Precios e Indicadores de Media Truncada^{1/}
Variación anual en por ciento
a) INPC





El Indicador de Media Troncada elimina la contribución de las variaciones extremas en los precios de algunos genéricos a la inflación de un índice de precios. Para eliminar el efecto de estas variaciones se realiza lo siguiente: i) las variaciones mensuales desestacionalizadas de los genéricos del índice de precios se ordenan de menor a mayor; ii) se excluyen los genéricos con mayor y menor variación, considerando en cada cola de la distribución hasta el 10 % de la canasta del índice de precios, respectivamente; y iii) con los genéricos restantes, que por construcción se ubican más cerca del centro de la distribución, se calcula el Indicador de Media Troncada.

Fuente: Elaboración propia con información de Banco de México e INEGI.

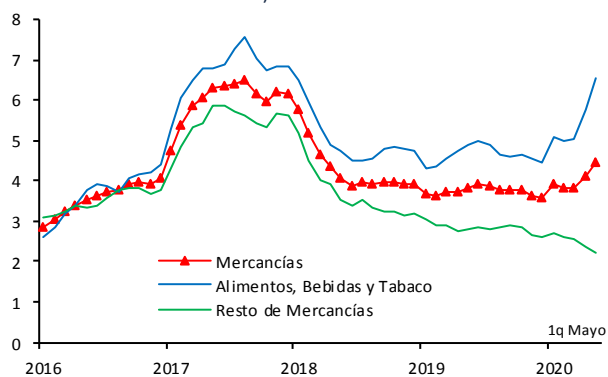
3.1.1. La Inflación Subyacente

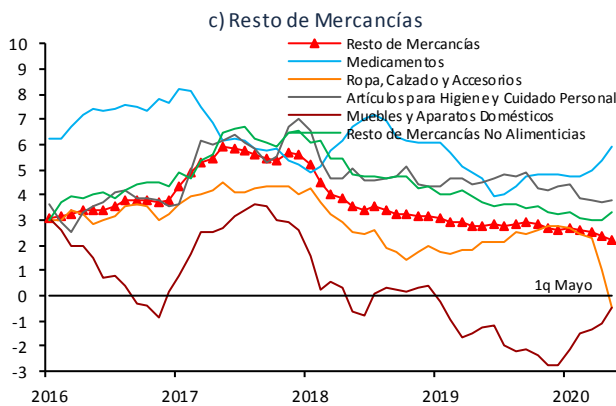
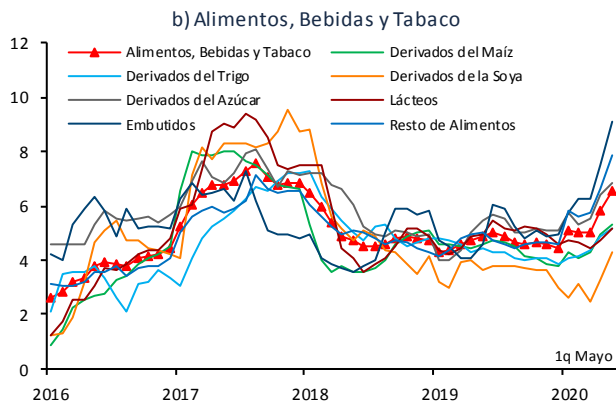
Después del repunte que exhibió en enero de 2020 asociado al incremento del IEPS a cigarrillos y bebidas azucaradas, la inflación subyacente presentó entre febrero y abril una ligera reducción debido, en mayor medida, a las menores variaciones anuales en los precios del subíndice de servicios, principalmente en los turísticos y de alimentación y, en menor medida, de las mercancías no alimenticias. No obstante, la mayor inflación que han exhibido principalmente las mercancías alimenticias ha provocado que, en la primera quincena de mayo, la inflación subyacente haya presentado un repunte. A su interior, destacó lo siguiente:

- i. La variación anual promedio de los precios de las mercancías pasó de 3.66 a 3.86% entre el último trimestre de 2019 y el primero de 2020, en tanto que en la primera quincena de mayo se situó en 4.45% (Gráfica 69a). Este resultado estuvo influido por el incremento que presentó la variación anual de los precios de los alimentos, bebidas y tabaco en enero de 2020 debido al aumento en el IEPS a cigarrillos y bebidas azucaradas, así como por los mayores precios que varias mercancías alimenticias han exhibido recientemente ante la mayor demanda relativa asociada a la contingencia sanitaria y posibles

choques de oferta. De esta forma, la variación anual promedio del rubro de los alimentos, bebidas y tabaco se incrementó de 4.56 a 5.05% entre los trimestres referidos, alcanzando 6.54% en la primera quincena de mayo (Gráfica 69b). En contraste, las variaciones anuales de las mercancías no alimenticias han venido exhibiendo reducciones prácticamente desde octubre del año pasado, de modo que entre los trimestres mencionados, estas pasaron de un promedio de 2.71 a 2.60%, ubicándose en 2.22% en la primera quincena de mayo. Al respecto, algunas mercancías no alimenticias como la ropa, pudieran estar experimentando una disminución de su demanda relativa, lo cual parecería haber presionado sus precios a la baja, contrarrestando el efecto del aumento en la demanda relativa de algunas otras, como los medicamentos y los productos para el hogar (Gráfica 69c). En este sentido, en el Recuadro 5 se muestra que la disponibilidad de algunos productos en supermercados se redujo durante la segunda mitad de marzo respecto al nivel que venía mostrando desde febrero, lo cual parecería asociarse a una mayor demanda de los consumidores por dichos productos en el contexto de la pandemia de COVID-19. Por otra parte, es posible que los precios de ciertas mercancías, como los automóviles y algunos aparatos domésticos, se estén viendo afectados al alza por la depreciación del tipo de cambio o por incrementos en costos por interrupciones en las cadenas de valor.

Gráfica 69
Índice de Precios Subyacente
Variación anual en por ciento
a) Mercancías

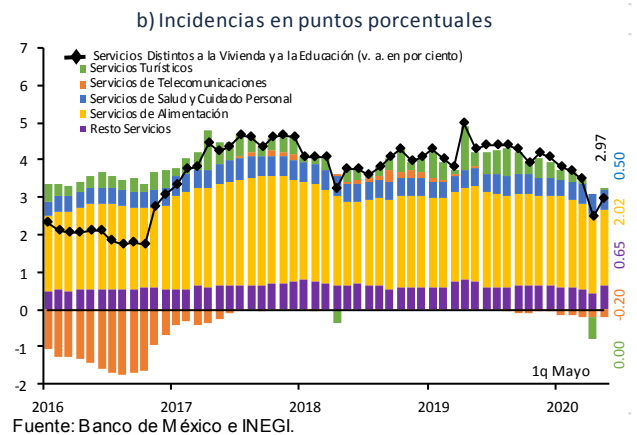
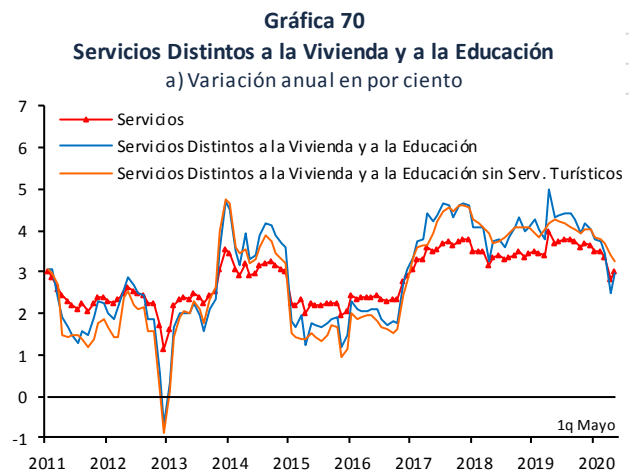




Fuente: Banco de México e INEGI.

ii. Entre el último trimestre de 2019 y el primer trimestre de 2020, las variaciones anuales de los precios de los servicios pasaron de un promedio de 3.63 a 3.45%, ubicándose en 3.02% en la primera quincena de mayo. Este comportamiento estuvo determinado, a su vez, por la evolución de las variaciones anuales de los precios del rubro de servicios distintos a educación y vivienda, las cuales se redujeron de un promedio de 4.04 a 3.66% entre dichos trimestres, situándose en 2.97% en la primera quincena de mayo (Gráfica 70a). En particular, las variaciones anuales de los servicios turísticos, que ya venían exhibiendo una tendencia a la

baja, disminuyeron de manera más notoria en marzo y en abril, posiblemente como reflejo de las medidas de distanciamiento social derivadas de la pandemia de COVID-19, lo cual parecería también haber influido a la baja en los precios de otros servicios, como es el caso de los de alimentación (Gráfica 70b). En la primera quincena de mayo, sin embargo, se registran mayores variaciones en los precios de los servicios turísticos en paquete, así como de transporte aéreo.



Fuente: Banco de México e INEGI.

Recuadro 5. Número de Variedades de Productos Disponibles en Sitios Web de Supermercado en el Contexto de la Pandemia de COVID-19

1. Introducción

La pandemia de COVID-19 y las medidas implementadas para su contención parecerían haber ocasionado cambios en la demanda relativa por diversos bienes y servicios por parte de los consumidores, al menos en el corto plazo. Así, los consumidores parecerían haber adquirido de manera repentina distintos bienes en cantidades mayores a las usuales, tales como alimentos, bebidas alcohólicas y algunos bienes para el hogar, en el contexto del confinamiento que se ha requerido para enfrentar la crisis sanitaria. En contraste, los consumidores también han reducido su demanda por otras mercancías y servicios, como ha sido el caso de los turísticos, servidos de alimentación y esparcimiento. Estos cambios en la demanda relativa por bienes y servicios parecerían estar influyendo en el comportamiento de los precios, como se describió en la Sección 3 de este Informe.

En este contexto, en este Recuadro se presenta evidencia sobre este incremento en la demanda de muy corto plazo por algunos bienes por parte de los consumidores utilizando información de la disponibilidad de variedades de productos en los sitios web de tres supermercados con presencia nacional. Las distintas variedades que presenta un producto se refieren a las distintas marcas, sabores, tamaños o presentaciones. Así, se documenta que el número de variedades disponibles de los bienes analizados en este Recuadro en su conjunto se fue reduciendo paulatinamente durante la tercera semana de marzo, luego de la declaratoria de pandemia por parte de la Organización Mundial de la Salud (OMS), y que posteriormente al inicio de la Fase 2 en México, el día 25 de marzo, se aprecia una abrupta caída en la disponibilidad de variedades para ciertos grupos bienes. Se observó una importante reducción en la disponibilidad de variedades en el caso de bebidas alcohólicas y productos para la conservación del hogar (que incluyen distintos productos de limpieza y desinfectantes), así como, en menor medida, en bienes de cuidado personal y de alimentos procesados y bebidas no alcohólicas. Estos resultados sugieren que el incremento en la demanda pudiera haber influido en el hecho de que dichos tipos de bienes hayan registrado en la información del Índice Nacional de Precios al Consumidor (INPC) incrementos en sus precios en abril por encima de los observados en promedio de 2010 a 2019 para ese mismo mes.

Si bien estos resultados sobre la reducción en la disponibilidad de variedades, por la temporalidad en que tuvieron lugar, podrían reflejar un choque de demanda dada la oferta que tenían los supermercados, no se puede descartar que se pudieran comenzar a apreciar los efectos de choques de oferta. Por ejemplo, si existen disrupciones en las cadenas de distribución o paros en la actividad productiva de algunos sectores debido a las medidas sanitarias, que no permitieran que los supermercados restablecieran sus niveles de disponibilidad de variedades. Ello, junto con los efectos de la depreciación del tipo de cambio, podrían presionar los precios al alza, si bien dichas presiones podrían verse contrarrestadas por la mayor holgura en la economía.

2. Datos

Los datos utilizados en este Recuadro son recabados mediante consultas a los sitios web de tres supermercados con presencia nacional de manera diaria desde principios de 2020 y hasta el 20 de abril. Se consulta la descripción de cada producto disponible en los sitios web, los cuales ascienden, entre los tres supermercados, a cerca de 20 mil. Una vez completada la consulta, los productos se clasifican en alguna de 95 categorías que fue posible analizar para este Recuadro; y de no corresponder a alguna de ellas, se descartan de la muestra. Ejemplos de categorías incluyen refrescos, agua embotellada, cervezas, blanqueadores, arroz o frijoles.¹ Para cada categoría se define la disponibilidad de variedades de productos como el número de artículos distintos por presentación, marca, sabor o tamaño disponibles para los consumidores en cada uno de los tres sitios web cada día. A su vez, las categorías se agruparon en los siguientes agregados: Alimentos Procesados y Bebidas No Alcohólicas, Alimentos No Procesados, Bebidas Alcohólicas, Bienes para la conservación del hogar, Cuidado personal, y Resto de Productos.² Así, a continuación, en primer lugar se analizará el cambio en la disponibilidad de variedades a nivel de agregados y, posteriormente, a nivel de categoría.

3. Cambio en el número de variedades de productos en los sitios web de supermercados

En la Gráfica 1, se presenta el total diario del número de variedades de todas las categorías consideradas en el Recuadro para los tres supermercados considerados.³ Se observa que, luego

¹ Las categorías en el Recuadro se inspiraron en los conceptos genéricos utilizados en el INPC. Se incluyeron solo categorías para las que hubiera productos disponibles en el primer bimestre de 2020 en al menos dos de los tres supermercados.

² Los agregados y categorías que los conforman son los siguientes: **Alimentos Procesados y Bebidas No Alcohólicas** (Arroz; Botanas elaboradas con cereales; Galletas; Tortilla de maíz; Tortillas de harina de trigo; Tostadas; Chorizo; Jamón; Tocino; Atún y sardina en lata; Leche en polvo; Leche evaporada y maternizada; Leche pasteurizada y fresca; Otros quesos; Queso amarillo; Queso fresco; Queso manchego y Chihuahua; Yogurt; Aceites y grasas vegetales comestibles; Mantequilla; Otras conservas de frutas; Verduras envasadas; Azúcar; Chocolate y productos de confitería; Gelatina, miel y mermeladas; Helados, nieves y paletas de hielo; Concentrados de pollo y sal; Mayonesa y mostaza; Otros condimentos; Té; Agua embotellada, y Refrescos envasados); **Alimentos No Procesados** (Carne de cerdo; Pollo; Camarón; Pescado; Huevo; Aguacate; Durazno; Guayaba; Manzana; Melón; Naranja; Otras frutas; Papaya; Pera; Piña; Uva; Calabacita; Cebolla; Chayote; Frijol; Jitomate; Lechuga y col; Nopales; Otras

verduras y legumbres; Otros chiles frescos; Papa y otros tubérculos; Pepino; Tomate verde, y Zanahoria); **Bebidas Alcohólicas** (Brandy; Ron; Tequila, y Cerveza); **Bienes para la Conservación del Hogar** (Artículos desechables y no duraderos; Blanqueadores; Cerillos; Desodorantes ambientales; Detergentes; Plaguicidas; Servilletas de papel; Suavizantes y limpiadores, y Velas y veladoras); **Cuidado Personal** (Navajas y máquinas de afeitarse; Crema y productos para higiene dental; Desodorantes personales; Jabón de tocador; Otros artículos de tocador; Pañales; Papel higiénico y pañuelos desechables; Productos para el cabello; y Toallas sanitarias); y **Resto de Productos** (Colchones; Lámparas; Cafeteras, tostadoras, ventiladores y otros electrodomésticos pequeños; Baterías de cocina; Focos; Herramientas pequeñas y accesorios diversos; Pilas; Antigripales; Dermatológicos; Material de curación; Televisores, y Juguetes y juegos de mesa).

³ Los datos agregados de los tres supermercados se obtienen al sumar las variedades disponibles de cada sitio web considerando que, aun cuando algún producto específico pudiera observarse en más de un sitio web, se contabiliza en ambas fuentes de información con el objetivo de capturar que el sitio web también puede ser una de las características que define la variedad.

de la declaratoria de pandemia mundial por la Organización Mundial de la Salud (el 11 de marzo) el número de variedades disponibles comenzó a decrecer moderadamente respecto a lo observado previamente. Asimismo, destaca la repentina caída en el número de variedades de productos disponibles en los sitios web el día posterior al inicio de la Fase 2, es decir, el 25 de marzo.

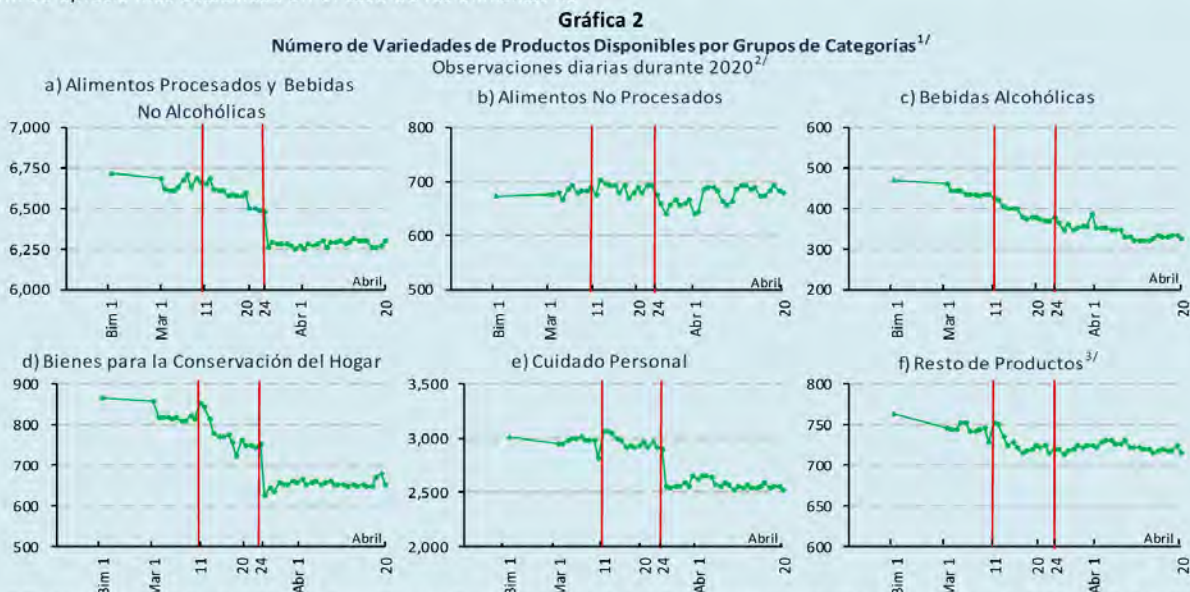


^{1/} Para el primer bimestre de 2020 se promedian las observaciones diarias. Las líneas verticales rojas indican la declaratoria de pandemia mundial por la Organización Mundial de la Salud (11 de marzo) y el inicio de la Fase 2 en México (24 de marzo).
 Fuente: Banco de México.

La Gráfica 2 presenta la información para cada uno de los seis agregados analizados. Es posible apreciar las disminuciones relativamente paulatinas entre el 11 de marzo y el 24 de marzo; luego se observan escalones a la baja a partir del día 25 en ciertos agregados. En particular, destaca la caída en la última semana de marzo en alimentos procesados y bebidas no alcohólicas. Las variedades disponibles diarias disminuyeron en promedio 6% entre el promedio del primer bimestre de 2020 y la información de abril. Se aprecia más estabilidad en el caso de los alimentos no

procesados, que contrasta con las mucho más marcadas reducciones que se han observado para el caso de bebidas alcohólicas. Para este último agregado, en conjunto entre los tres supermercados se observó una contracción en el número de variedades disponibles de 28% entre el promedio del primer bimestre del año y el promedio de la información de abril. También llama la atención la caída en escalón en los bienes para conservación del hogar (que incluyen los productos de limpieza y para desinfectar). La contracción promedio para este agregado es de 24% en el mismo periodo. Finalmente, también destacan las caídas en el agregado de cuidado personal, alcanzando en este caso la reducción promedio en el periodo referido de 15%.

A nivel de categoría, se encontró que 56 de las 95 analizadas presentaron una contracción en el número promedio de variedades ofrecidas entre el primer bimestre de 2020 y abril; en 32 casos la reducción fue de más de 10%. El Cuadro 1 reporta a aquellas categorías cuyo número de variedades disminuyó más de 10% ya sea entre el primer bimestre de 2020 y la cuarta semana de marzo, o entre el primer bimestre de 2020 y abril. Entre los alimentos (procesados y no procesados) destacan algunos de primera necesidad como el arroz y el frijol, así como algunas golosinas como botanas elaboradas con cereales o chocolates y productos de confitería. En el caso de bebidas alcohólicas, todas las incluidas en el análisis presentaron reducciones notorias. Para los artículos de conservación del hogar también destaca que las reducciones en las variedades son pronunciadas y se relacionan, en buena medida, a productos orientados a la limpieza. Entre las categorías de cuidado personal presentaron caídas importantes los productos para tocador, cuidado de cabello y, en menor medida, el papel higiénico y pañuelos desechables. Finalmente, dentro del resto de las categorías sobresalen las pilas, los juegos de mesa y las baterías para cocina.



^{1/} El número de variedades de productos disponibles se refiere al total de productos distintos por presentación, marca, sabor, variedad, capacidad o sitio web que están disponibles para los consumidores cada día.
^{2/} Para el primer bimestre de 2020 se promedian las observaciones diarias. Las líneas verticales rojas indican la declaratoria de pandemia mundial por la Organización Mundial de la Salud (11 de marzo) y el inicio de la Fase 2 en México (24 de marzo).
^{3/} Ver nota al pie 2.
 Fuente: Banco de México.

Cuadro 1
Categorías cuyo número de variedades disminuyó más de 10 por ciento entre el primer bimestre y la cuarta semana de marzo o abril de 2020

Categoría	Marzo S4 / Bimestre 1	Abril / Bimestre1
Alimentos Procesados y Bebidas No Alcohólicas		
Botanas elaboradas con cereales	-35	-42
Chocolate y productos de confitería	-26	-28
Leche evaporada y maternizada	-30	-21
Tocino	-11	-17
Helados, nieves y paletas de hielo	10	-15
Leche en polvo	-4	-15
Mantequilla	-12	-14
Galletas	-7	-13
Arroz	-11	-12
Otras conservas de frutas	-23	-10
Alimentos No Procesados		
Camarón	-18	-24
Pescado	-26	-23
Tomate verde	-24	-20
Pollo	-6	-20
Frijol	-12	-15
Durazno	-15	-4
Pera	-12	4
Bebidas Alcohólicas		
Cerveza	-26	-25
Ron	-24	-23
Tequila	-15	-18
Brandy	-20	-17
Bienes para la Conservación del Hogar		
Desodorantes ambientales	-16	-88
Cerillos	-19	-50
Plaguicidas	-25	-35
Suavizantes y limpiadores	3	-30
Blanqueadores	-21	-25
Detergentes	-14	-25
Servilletas de papel	-19	-17
Cuidado Personal		
Productos para el cabello	-28	-35
Otros artículos de tocador	-25	-18
Papel higiénico y pañuelos desechables	-10	-7
Resto de Productos		
Pilas	-49	-43
Dermatológicos	-13	-33
Juguetes y juegos de mesa	-21	-22
Baterías de cocina	-16	-21

Fuente: Banco de México.

4. Incremento en precios en el INPC

Si bien no se cuenta con información sobre incrementos en las cantidades vendidas o de cambios en los inventarios totales de los supermercados, la caída en las variedades disponibles en sus sitios web en tan corto plazo sugiere que estaban enfrentando un aumento repentino en la demanda por parte de los consumidores en el contexto de la pandemia de COVID-19 que no era posible emparejar con mayor oferta. Este aumento en la demanda podría haber sido más generalizado entre otras tiendas y la presión de la mayor demanda relativa parecería haber dado lugar a presiones sobre los precios.

En efecto, con información de los datos del INPC es posible apreciar que los grupos de mercancías analizados en este recuadro presentaron incrementos en sus precios en abril mayores a los que habían registrado en promedio en los últimos diez años. Es

⁴ La Gráfica 3 reporta las tasas de variación de cada grupo incluyendo todos los genéricos que lo componen en la clasificación del INPC. De incluirse solo los genéricos que se pueden asociar a las categorías que se analizan en el recuadro, el

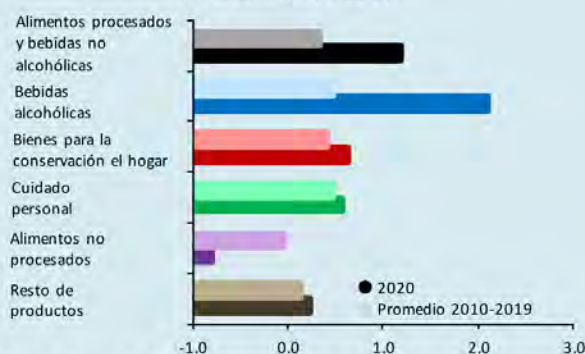
importante aclarar que no es posible establecer una correspondencia directa entre las categorías que se analizaron en este recuadro y los genéricos del INPC porque si bien son productos del mismo tipo (por ejemplo, refrescos), sus características particulares (marca, tamaño, sabor o tienda) son distintas.

Así, la Gráfica 3 compara la variación porcentual de los precios por grupo en abril de 2020 con el promedio de 2010 a 2019.⁴ Se puede apreciar que particularmente en el caso de las bebidas alcohólicas se observó un incremento en precios inusual. También fue el caso en alimentos procesados y bebidas no alcohólicas y, en menor medida, en bienes para la conservación del hogar y en bienes para el cuidado personal.

Gráfica 3

Índices de Precios del INPC

Variación mensual de abril



Fuente: Banco de México e INEGI.

5. Conclusiones

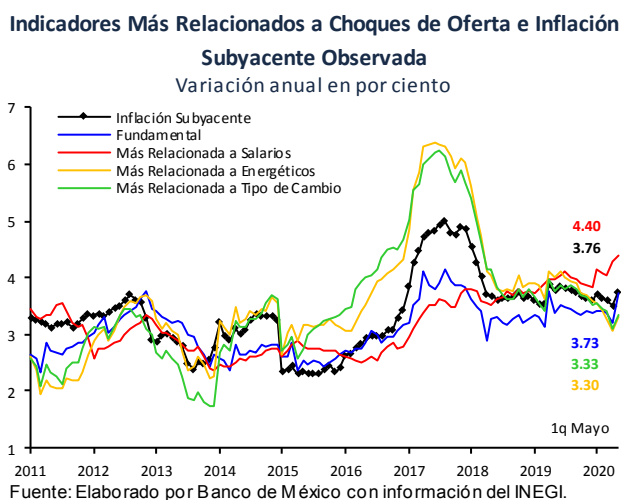
La pandemia de COVID-19 y las medidas implementadas para su contención han tenido efectos en la demanda relativa por varios bienes y servicios, lo que parecería haber influido en el comportamiento de sus precios. En este Recuadro se documentó que, para algunos tipos de bienes, el número de variedades de productos disponibles en el sitio web de tres supermercados con presencia nacional se redujo durante la cuarta semana de marzo y abril respecto al primer bimestre de 2020. Esta evidencia sugiere que efectivamente parecería haberse incrementado la demanda por algunos bienes en el contexto del confinamiento.

Si bien este Recuadro se enfoca en cambios de muy corto plazo en la demanda relativa por distintos productos por parte de los consumidores, es posible que la pandemia de COVID-19 implique, por un lado, cambios de mayor plazo en la canasta de consumo de los hogares, y por otro lado, choques de oferta, por ejemplo, debido a posibles interrupciones en las cadenas de producción y distribución o incrementos en los costos de producción. Será relevante analizar en qué direcciones podrían darse las modificaciones, tanto para entender cómo los cambios en precios relativos pudieran afectar el bienestar de los hogares, como por los efectos sobre los precios al consumidor en el mediano plazo.

mensaje se mantiene, excepto para el agregado de resto de productos donde ambas tasas son muy similares.

En la Gráfica 71 se presenta la inflación subyacente fundamental, la cual se asocia en mayor medida a las condiciones de holgura, así como indicadores de bienes y servicios pertenecientes al grupo de la inflación subyacente que responden de manera más estrecha ante cambios en los precios de los energéticos, en el tipo de cambio y en los salarios.¹⁵ Se observa que la inflación subyacente fundamental se ha ubicado desde 2019 por debajo de los niveles de la inflación subyacente observada, lo cual es reflejo de los efectos de la mayor holgura en la economía. En particular, la inflación subyacente fundamental registró una variación anual promedio de 3.38% en el cuarto trimestre de 2019 y de 3.39% en el primero de 2020, si bien en la primera quincena de mayo se ubicó en 3.73% influida, en buena medida, por el comportamiento de las mercancías alimenticias. Por su parte, los indicadores más asociados al tipo de cambio y a energéticos habían venido descendiendo desde mediados de 2019, reflejando los menores incrementos en los precios de los energéticos y la relativa estabilidad que el tipo de cambio exhibió durante 2019. Más recientemente, estos indicadores se han mantenido en niveles relativamente bajos. Por su parte, el indicador más relacionado con los salarios se ha venido ubicando por arriba de la inflación subyacente anual e incluso exhibió un repunte recientemente, el cual se asocia al alza que han presentado las variaciones anuales de los precios de las mercancías alimenticias.

Gráfica 71



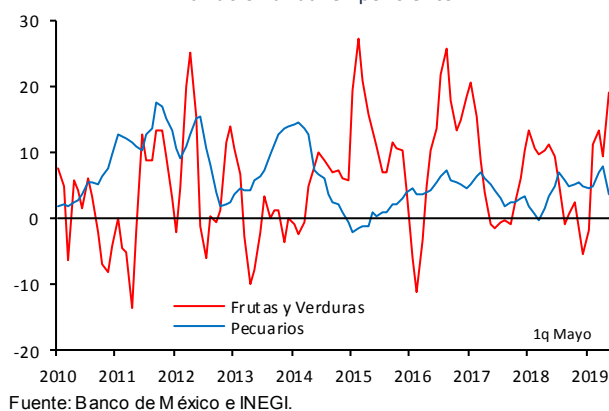
3.1.2. La Inflación No Subyacente

Entre el cuarto trimestre de 2019 y el primer trimestre de 2020, la inflación no subyacente anual aumentó de un promedio de 0.86 a 2.60%. Este indicador registró tasas crecientes en enero y febrero y, posteriormente como resultado de las importantes reducciones en las referencias internacionales de los energéticos, exhibió una desaceleración en marzo e incluso niveles negativos en abril, cuando se ubicó en un nivel de -1.96%, mientras que en la primera quincena de mayo se situó en -0.06%.

- i. La inflación anual promedio del subíndice de productos agropecuarios aumentó de 1.94 a 6.33% entre el último trimestre de 2019 y el primer trimestre de 2020, situándose en 10.62% en la primera quincena de mayo. Al respecto, destacó el comportamiento de los precios de las frutas y verduras, los cuales han exhibido cambios porcentuales anuales crecientes, de tal forma que entre los periodos referidos aumentaron de un promedio de -1.69 a 7.32 y a 19.18% (Gráfica 72). Por su parte, las variaciones anuales de los precios de los productos pecuarios también se incrementaron entre los trimestres señalados de 5.13 a 5.45%, mientras que en la primera quincena de mayo se ubicaron en 3.67%.

Gráfica 72

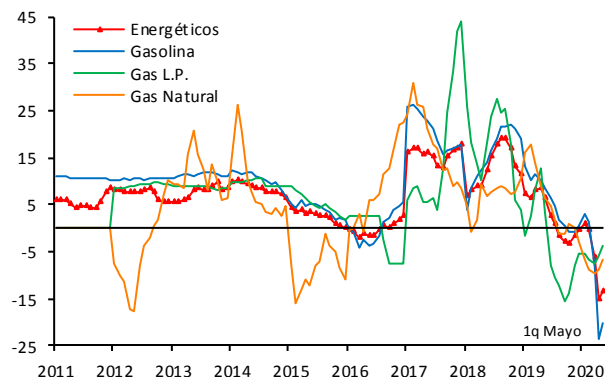
Índice de Precios de Frutas y Verduras y Pecuarios
Variación anual en por ciento



¹⁵ Para los detalles de la elaboración de estos indicadores, véase el Recuadro 3 del Informe Trimestral Octubre – Diciembre 2019, “Indicadores de Inflación más Relacionados a Factores de Oferta”.

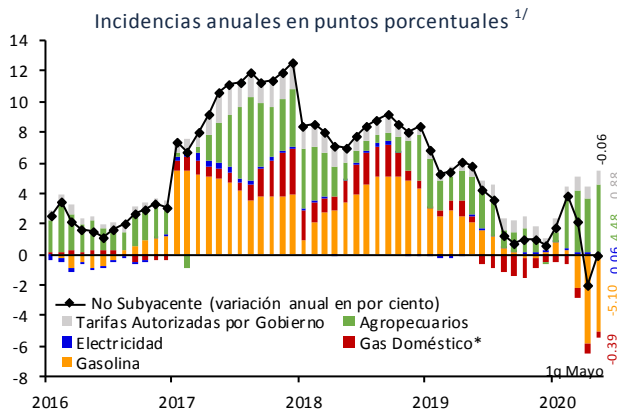
- ii. La inflación anual de los energéticos continuó exhibiendo una importante tendencia a la baja, al pasar de un promedio de -1.83 a uno de -2.04% entre el cuarto trimestre de 2019 y el primer trimestre de 2020, profundizando su descenso a -15.20% en abril y situándose en -13.43% en la primera quincena de mayo (Gráfica 73).
- En particular, si bien en enero de 2020 las variaciones anuales de los precios de las gasolinas exhibieron un aumento como resultado de un efecto base de comparación, entre febrero y abril, estas disminuyeron reflejando la evolución de sus referencias internacionales, las cuales presentaron caídas históricas como resultado de la menor demanda internacional y la guerra de precios por el lado de la oferta, en el contexto de la pandemia de COVID-19. No obstante, al registrarse recientemente un repunte en las referencias internacionales de las gasolinas, este también se ha venido reflejando parcialmente en sus precios internos. En particular, el cambio porcentual anual de los precios de las gasolinas disminuyó de un promedio de -0.46 a uno de -1.54% entre los trimestres mencionados, alcanzando -23.63% en abril, e incrementándose a -20.27% en la primera quincena de mayo (Gráfica 74).
 - Por su parte, las inflaciones anuales del gas L.P., mantienen niveles negativos y pasaron de un promedio de -9.20 a uno de -6.53% entre el último trimestre de 2019 y el primer trimestre de 2020, situándose en -3.90% en la primera quincena de mayo. No obstante, el cociente del precio al consumidor del gas L.P. respecto a su precio de venta de primera mano se mantiene en niveles elevados (Gráfica 75).
- Las variaciones anuales promedio de los precios del gas natural descendieron de -0.73 a -8.47% entre el cuarto trimestre de 2019 y el primer trimestre de 2020, ubicándose en -6.82% en la primera quincena de mayo. Los precios de este energético reflejan en gran medida la evolución de su referencia internacional.
 - En cuanto a las tarifas de electricidad, las variaciones mensuales de las tarifas domésticas de alto consumo (DAC) están determinadas por la evolución de los costos de los combustibles utilizados en la generación de energía eléctrica. Así, en enero, febrero y marzo de 2020 estas fueron -2.8, -0.5 y -2.1%, mientras que en abril y en mayo fueron 0.1 y -0.2%. En cuanto a las tarifas eléctricas ordinarias, en 2020 se ajustarán de tal manera que al cierre del año su variación anual sea 2.97%, equivalente a la inflación general anual de noviembre de 2019.
- iii. Las variaciones anuales promedio de los precios del rubro de las tarifas autorizadas por el gobierno registraron 4.97% tanto en el cuarto trimestre de 2019, como en el primer trimestre de 2020, en tanto que en la primera quincena de mayo se situaron en 5.08%.

Gráfica 73
Índices de Precios de Energéticos Seleccionados
 Variación anual en por ciento



Fuente: Banco de México e INEGI.

Gráfica 74
Índices de Precios No Subyacente

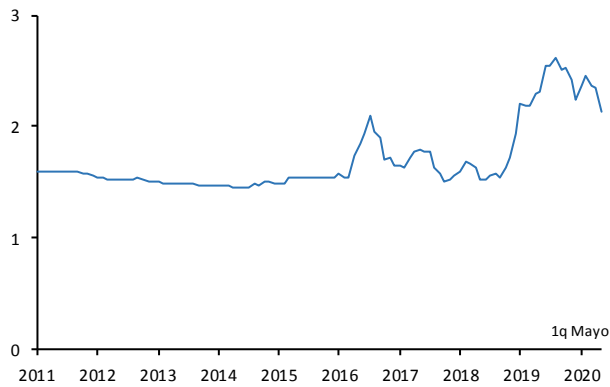


^{1/} En ciertos casos la suma de los componentes respectivos puede tener alguna discrepancia por efectos de redondeo.

* Incluye gas L.P. y gas natural.

Fuente: Elaboración propia con información del INEGI.

Gráfica 75
Cociente del Precio del Gas L.P. en el INPC y su Precio de Venta de Primera Mano



Fuente: Banco de México e INEGI.

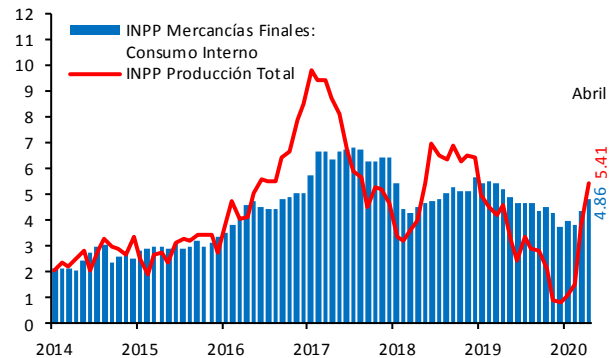
3.2. Índice Nacional de Precios Productor

En lo que concierne al Índice Nacional de Precios al Productor (INPP) de producción total, excluyendo petróleo, su variación anual promedio aumentó entre el cuarto trimestre de 2019 y el primer trimestre de 2020, pasando de 1.31 a 2.12%, y ubicándose en

5.41% en abril de 2020. Al interior de este indicador, el crecimiento anual promedio del componente de mercancías y servicios finales también se incrementó entre los trimestres mencionados, al pasar de 2.14 a 2.93%, y alcanzando 6.55% en el cuarto mes del año en curso. En lo que se refiere al subíndice de mercancías y servicios de exportación, su cambio porcentual anual promedio aumentó de 1.29 a 3.65% en los trimestres referidos, situándose en 13.41% en abril de 2020. Por su parte, el subíndice de precios de bienes y servicios intermedios mostró un alza en su variación anual promedio, al pasar de -0.77 a 0.03% durante el mismo periodo, ubicándose en 2.45% en abril de 2020.

El subíndice de precios al productor de bienes finales para consumo interno es el que tiene un mayor poder predictivo sobre la evolución de los precios de las mercancías al consumidor incluidas en el subíndice subyacente. La tasa de crecimiento anual de este subíndice disminuyó entre los trimestres mencionados, al pasar de 4.19 a 4.04%, si bien en abril de 2020 se ubicó en 4.68% (Gráfica 76).

Gráfica 76
Índice Nacional de Precios Productor^{1/}
Variación anual en por ciento



^{1/} Índice Nacional de Precios Productor Total, excluyendo petróleo.

Fuente: INEGI y Banco de México.

4. Política Monetaria y Determinantes de la Inflación

Para guiar sus acciones de política monetaria, la Junta de Gobierno del Banco de México da seguimiento cercano a la evolución de la inflación respecto a lo previsto, considerando la postura monetaria adoptada y el horizonte en el que esta opera. En este proceso, utiliza la información disponible de los determinantes de la inflación, así como sus expectativas de mediano y largo plazos, incluyendo el balance de riesgos para estos. Así, se promueve la convergencia ordenada y sostenida de la inflación hacia su meta y se fortalece el anclaje de las expectativas de inflación de mediano y largo plazos. Con ello, el Banco de México busca cumplir con su mandato constitucional de procurar la estabilidad del poder adquisitivo de la moneda nacional.

Durante el periodo que cubre este Informe, el Banco de México ha conducido la política monetaria en un entorno de marcada incertidumbre, derivado de diversos factores externos e internos. Este entorno económico y financiero se ha tornado considerablemente más complejo a partir de finales de febrero del año en curso, a raíz de los choques asociados con la pandemia de COVID-19. Al respecto, el reto que enfrenta la economía puede identificarse a través de tres dimensiones o choques principales:

- i. Choque de oferta: Las medidas para contener la propagación del virus a nivel global y en México, como los paros en la producción manufacturera y algunos servicios, entre otras, pueden identificarse como un choque de oferta. En este sentido, dichas medidas están poniendo en riesgo la provisión de múltiples bienes y servicios, el funcionamiento de las cadenas globales de valor y la actividad económica nacional.
- ii. Choque de demanda: Por un lado, la propagación de la pandemia a nivel

internacional ha contribuido a que la economía mexicana enfrente una menor demanda externa. Por otro, ante la emergencia, el entorno de incertidumbre y los menores ingresos de las familias y empresas, estas han disminuido sus gastos de consumo e inversión, afectándose la demanda interna.

- iii. Choque financiero: Ante un incremento considerable en la aversión al riesgo y en la volatilidad en los mercados financieros internacionales, la demanda por activos en economías emergentes, así como otros activos considerados de mayor riesgo, se redujo considerablemente. Ello propició flujos de salida de capital, observándose la mayor contracción de que se tenga registro en la tenencia de activos de economías emergentes, especialmente en instrumentos de renta fija. Esto se ha traducido en un choque financiero que ha tenido un impacto adverso sobre la economía mexicana y, en particular, sobre las primas de riesgo y el tipo de cambio. Si bien los mercados financieros recientemente han mostrado una ligera mejoría, reflejada principalmente en disminuciones en las tasas de interés a lo largo de la curva de rendimientos y en la cotización del tipo de cambio en un rango más acotado, persisten riesgos importantes sobre su desempeño. Ello en un contexto en que desde finales de marzo a la fecha tres agencias calificadoras redujeron las calificaciones crediticias de la deuda soberana y de Pemex, y dos de ellas ubicaron a esta última por debajo del grado de inversión (ver Recuadro 6). Ante la incertidumbre asociada a la pandemia, el choque financiero podría intensificarse, dando lugar a una mayor disminución del financiamiento externo.

Recuadro 6. Revisiones Recientes a la Calificación Crediticia de México y Pemex

1. Introducción

A partir de la segunda mitad de 2018 y durante 2019, las principales agencias calificadoras realizaron señalamientos acerca del debilitamiento de algunas de las variables del entorno económico del país y cómo ello podría afectar las calificaciones crediticias del soberano y de Pemex. En particular, las agencias señalaron una menor perspectiva de crecimiento para el país, políticas públicas menos predecibles, el riesgo para las finanzas públicas por el deterioro del perfil financiero de Pemex y el apoyo del Gobierno Federal que esto implicaría. Ante este contexto, el primero de marzo de 2019 Standard & Poor's (S&P) revisó la perspectiva de México a negativa desde estable, manteniendo la calificación en BBB+. El 4 de marzo, realizó el mismo movimiento para Pemex.¹ Por su parte, el 5 de junio Fitch Ratings (Fitch) revisó a la baja la calificación de México a BBB con perspectiva estable, desde BBB+, y el 6 de junio la de Pemex a BB+ con perspectiva negativa, desde BBB-.² Finalmente, en las mismas fechas que Fitch, Moody's mantuvo la calificación soberana y de Pemex en A3 y Baa3, respectivamente, ajustando la perspectiva de estable a negativa.³

Posteriormente en 2020, el entorno económico y financiero global se deterioró significativamente ante los retos que presenta la pandemia de COVID-19. Al respecto, las agencias calificadoras señalaron que el efecto del choque de COVID-19 llevaría a México a una recesión en 2020, y que la recuperación sería restringida por los factores que las agencias habían señalado como limitantes al crecimiento previo a la pandemia. Asimismo, los menores precios internacionales del petróleo derivados de una menor demanda global fueron señalados por las agencias calificadoras como un reto adicional para las finanzas públicas. En este contexto, las agencias calificadoras S&P, Fitch y Moody's revisaron a la baja las calificaciones crediticias a escala global, para el Gobierno Federal y Pemex.⁴ En particular, el 26 de marzo de 2020 S&P revisó a la baja las calificaciones soberana y de Pemex, a BBB desde BBB+. Por su parte, el 15 de abril Fitch redujo la calificación soberana a BBB- desde BBB y entre el 3 y el 17 de abril la de Pemex a BB- desde BB+. Por último, el 17 de abril Moody's disminuyó la calificación de la deuda soberana a Baa1 desde A3, al tiempo que disminuyó la de Pemex a Ba2 desde Baa3. Destaca que a la par de las reducciones de calificación, dos agencias asignaron una perspectiva negativa para la calificación del soberano y de Pemex.

En este recuadro se presenta un recuento de las revisiones y comentarios que han realizado las principales agencias calificadoras en los primeros cuatro meses de 2020 respecto de la deuda soberana de México y de Pemex. Así, este recuadro es una actualización a los presentados en los Informes Trimestrales de Julio-Septiembre 2018 y Abril-Junio 2019, así como en el Reporte de Estabilidad Financiera de Junio 2019, los cuales resumen las acciones realizadas por las calificadoras hasta 2019. En particular,

se hace un análisis detallado de los eventos ocurridos recientemente respecto de la calificación crediticia de México y la de Pemex, respectivamente. El recuadro concluye con una sección de consideraciones finales.

2. Eventos ocurridos entre enero y abril de 2020 respecto de las calificaciones de México

Durante la última semana de marzo y las tres primeras semanas de abril de 2020, S&P, Fitch y Moody's redujeron la calificación soberana de México.⁵

S&P. El 26 de marzo, S&P bajó la calificación soberana a BBB desde BBB+, manteniendo la perspectiva negativa. La agencia argumentó que la revisión de la calificación se debió, principalmente, a la menor dinámica de crecimiento esperada para 2020 a causa de los choques de COVID-19 en México y Estados Unidos, así como a la caída en los precios del petróleo. Estos choques exacerban el modesto crecimiento económico que ya se observaba previamente. En cuanto al sector energético, la agencia señaló que, aunque el gobierno implementara acciones para incentivar la inversión privada en el sector, el contexto de precios bajos limitaría la respuesta. Asimismo, consideró que ante un potencial debilitamiento de las finanzas públicas, derivado del bajo crecimiento económico y la creciente presión financiera de Pemex, la perspectiva del soberano debería mantenerse negativa.

Fitch. El 15 de abril bajó la calificación soberana a BBB- desde BBB, manteniendo la perspectiva estable. Señaló que el choque económico por la pandemia de COVID-19 llevaría a México a una recesión severa en 2020 y que la recuperación económica sería limitada por los mismos factores que habían obstaculizado el crecimiento anteriormente y los cuales podrían persistir, principalmente, un clima de negocios incierto y una erosión percibida de la fortaleza institucional en el marco regulatorio, rezagando el desempeño económico del país respecto de sus pares. Señaló que el apoyo continuo para Pemex podría resultar en una carga mayor para la deuda del Gobierno Federal.

Moody's. El 17 de abril redujo la calificación de la deuda soberana a Baa1 desde A3, manteniendo la perspectiva negativa. La agencia señaló como principales elementos del cambio: i) una perspectiva de crecimiento de mediano plazo más débil; ii) la afectación financiera y operativa de Pemex, y iii) el deterioro del marco de políticas públicas y de la capacidad institucional. Moody's hizo énfasis en el debilitamiento del clima de negocios ante decisiones de política encontradas y poca claridad para la inversión privada en el sector energético.

¹ Ver "Mexico Outlook Revised To Negative On Potential For Lower Growth Prospects; 'BBB+/A-2' Foreign Currency Ratings Affirmed", 1 de marzo de 2019; "PEMEX Outlook Revised To Negative On Similar Action On Mexico; SACP Cut To 'b-' From 'bb-' On Weak Credit Fundamentals", Standard & Poor's Global Ratings a 4 de marzo de 2019.

² Ver "Fitch Downgrades Mexico to 'BBB'; Outlook Revised to Stable", 5 de junio de 2019; "Fitch Downgrades PEMEX to 'BB+' Following Sovereign Downgrade", Fitch Ratings a 6 de junio de 2019.

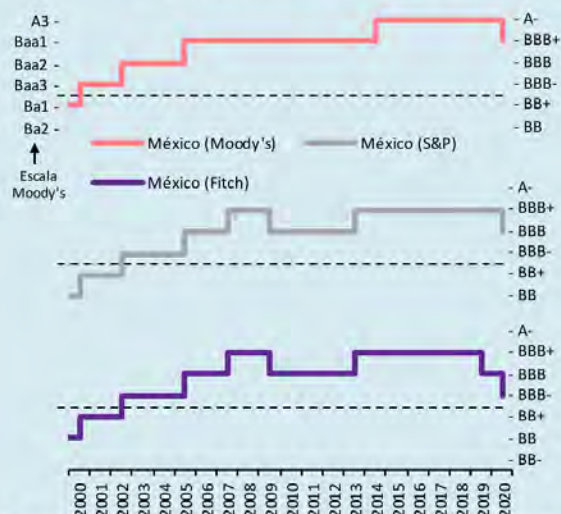
³ Ver "Moody's changes Mexico's outlook to negative from stable; affirms A3 ratings", 5 de junio de 2019; "Moody's changes PEMEX's outlook to negative; affirms Baa3 ratings",

Moody's a 6 de junio de 2019. La escala de Moody's se puede homologar con las otras calificadoras de la siguiente forma: A3 (A-), Baa1 (BBB+), Baa2 (BBB), Baa3 (BBB-), Ba1 (BB+), Ba2 (BB), Ba3 (BB-), B1 (B+), B2 (B), B3 (B-).

⁴ A lo largo de este recuadro, se hace referencia únicamente a los movimientos del perfil crediticio de la deuda a escala global.

⁵ Ver "Mexico Foreign Currency Rating Lowered To 'BBB' And Local Currency To 'BBB+' On Hit To Trend Growth; Outlook Negative", S&P a 26 de marzo de 2020; "Fitch Downgrades Mexico to 'BBB-'; Outlook Stable", Fitch a 15 de abril de 2020; "Moody's downgrades Mexico's ratings to Baa1, maintains negative outlook", Moody's a 17 de abril de 2020.

Gráfica 1
Evolución de la Calificación Crediticia de México
Largo plazo en moneda extranjera



1/ Las líneas punteadas determinan el grado de inversión en la escala de cada una de las agencias calificadoras. 2/ La escala de calificación de Moody's (a la izquierda) fue homologada con las escalas que utilizan S&P y Fitch (a la derecha) para facilitar su comparación.
Fuente: Moody's, S&P y Fitch.

3. Eventos ocurridos entre enero y abril de 2020 respecto de las calificaciones de Pemex

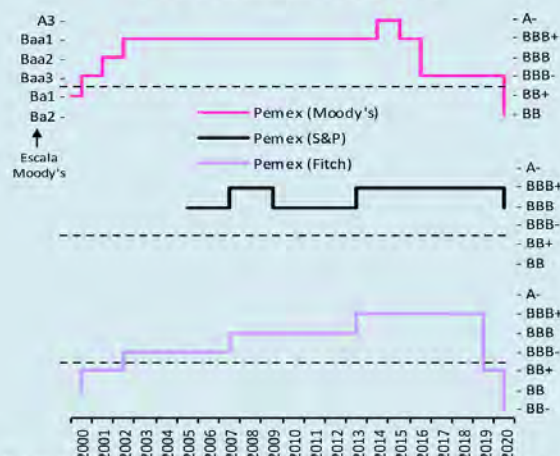
S&P. El 26 de marzo de 2020, la agencia redujo la calificación crediticia de Pemex a BBB desde BBB+ y mantuvo la perspectiva negativa. De acuerdo con la agencia, las calificaciones de Pemex siguen reflejando las calificaciones soberanas de México, dado el continuo respaldo del Gobierno durante los últimos 12 meses. No obstante, considera que los fundamentales crediticios de la empresa se han deteriorado, lo que los llevó a revisar a la baja su perfil crediticio individual. Respecto a la perspectiva negativa, S&P señaló que esto refleja la perspectiva del soberano y su opinión de que la estrecha relación entre la empresa y el país se mantendrá sin cambio en los siguientes años.⁶

Fitch. El 3 de abril de 2020, redujo la calificación crediticia de largo plazo en moneda extranjera y en moneda local de Pemex a BB desde BB+ y mantuvo la perspectiva en negativa. En su comunicado, la agencia resaltó el deterioro del perfil crediticio individual de PEMEX, que refleja su flexibilidad limitada para enfrentar la recesión de la industria petrolera dada su elevada carga fiscal, alto apalancamiento, incremento en costos y altas necesidades de inversión para mantener la producción y reponer las reservas. Fitch destacó la revisión a la baja en la evaluación del vínculo entre las calificaciones de Pemex y las del soberano, lo cual, en su opinión, refleja el retraso y la incertidumbre de un apoyo excepcional del gobierno a la compañía ante las dificultades financieras que enfrenta por la disminución en los precios del petróleo. Para Fitch, la producción y las reservas de hidrocarburos

continuarán disminuyendo en el mediano plazo, por un nivel de inversión inferior al necesario para la restitución de reservas.

El 17 de abril de 2020, Fitch redujo por segunda ocasión en el mes la calificación crediticia de largo plazo en moneda extranjera de Pemex, ahora desde BB a BB-, si bien modificó la perspectiva a estable desde negativa. En su comunicado, la agencia detalló que esta acción sucedía tras la reciente reducción en la calificación soberana de México. Para Fitch, el deterioro en el perfil individual en escala internacional de Pemex en medio de la recesión en la industria de petróleo y gas, los menores precios de los hidrocarburos, así como un debilitamiento en el vínculo entre México y Pemex, justifica que las calificaciones de la petrolera se ubiquen tres niveles por debajo del soberano. Finalmente, la calificadora consideró que Pemex tiene un gobierno corporativo débil debido a la alta interferencia del gobierno en la estrategia de la compañía.⁷

Gráfica 2
Evolución de la Calificación Crediticia de Pemex
Largo plazo en moneda extranjera



1/ Las líneas punteadas determinan el grado de inversión en la escala de cada una de las agencias calificadoras. 2/ La escala de calificación de Moody's (a la izquierda) fue homologada con las escalas que utilizan S&P y Fitch (a la derecha) para facilitar su comparación.
Fuente: Moody's, S&P y Fitch.

Moody's. El 17 de abril de 2020, Moody's redujo la calificación crediticia de largo plazo en moneda extranjera de Pemex a Ba2 desde Baa3 y mantuvo la perspectiva en negativa. En su comunicado, la agencia resaltó que esta reducción se da como consecuencia de la disminución de la calificación de México, dada la importancia crítica de la fortaleza financiera del Gobierno y de su apoyo para Pemex. Para Moody's, la reducción de la calificación refleja la elevada vulnerabilidad de la compañía a los bajos precios del petróleo, dada su frágil posición de liquidez y su excesivo endeudamiento. Además, considera que tanto la generación de flujo de efectivo como las métricas financieras de Pemex seguirán siendo débiles debido, entre otras cosas, a la baja inversión en exploración y producción a favor de una expansión de su negocio de refinación, que ha generado pérdidas para varios años.⁸

⁶ Ver "PEMEX Downgraded To 'BBB' On Similar Action On Mexico, Outlook Negative; Stand-Alone Credit Profile Cut To 'ccc+'", S&P a 26 de marzo de 2020.

⁷ Ver "Fitch Downgrades PEMEX's IDRs to 'BB'; Outlook Negative", a 3 de abril de 2020; "Fitch Downgrades PEMEX, CFE, IEnova and Cometa After Sovereign Downgrade", Fitch a 17 de abril de 2020.

⁸ Ver "Rating Action: Moody's downgrades PEMEX's ratings to Ba2; negative outlook", Moody's a 17 de abril de 2020.

4. Consideraciones finales

Entre marzo y abril de 2020, las agencias calificadoras más importantes redujeron la calificación crediticia del Gobierno Federal y de Petróleos Mexicanos. En sus comunicados, las agencias señalaron principalmente que: i) los choques de la pandemia de COVID-19 y los menores precios del petróleo tendrán un efecto sobre el crecimiento económico del país, el cual ya era modesto previo a dichos choques; ii) los continuos apoyos a Pemex pondrían mayor presión sobre las finanzas del Gobierno Federal; iii) hay un debilitamiento en el clima de negocios del país; y iv) concuerdan que el perfil crediticio individual de Pemex se ha debilitado. En este sentido, las agencias calificadoras estarán atentas a las acciones que lleven a cabo el Gobierno Federal y Pemex.

En general, el espacio fiscal con el que cuentan las economías emergentes –algunas de las cuales también vieron ajustes recientes a la baja en su calificación crediticia o perspectiva– se ha

estrechado y es menor que el de la mayoría de las economías avanzadas. La afectación ha sido mayor para aquellas economías con alguna dependencia de sus ingresos públicos a la producción y exportación de bienes primarios, particularmente de petróleo crudo. Este complejo contexto presenta retos y disyuntivas importantes para México y sus pares emergentes, respecto de las acciones que pueden llevar a cabo para mitigar los efectos asociados a la pandemia de COVID-19. Así, un desafío importante en este y el próximo año para el conjunto de economías emergentes será cómo priorizar el gasto público.

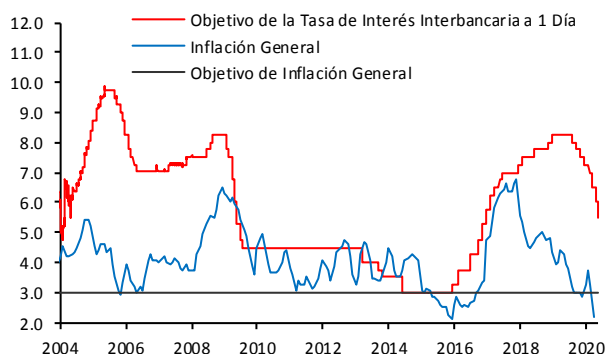
En consideración de lo anterior, serán fundamentales las políticas que se lleven a cabo en México, no solo para propiciar una reapertura vigorosa y ordenada de las actividades económicas afectadas por la pandemia de COVID-19, sino también para generar un crecimiento económico sostenible en el mediano y largo plazos, todo ello al tiempo que se persevere en la sostenibilidad de las finanzas públicas.

En presencia de estos choques, el Banco de México, al conducir la política monetaria, enfrenta retos importantes, los cuales incluyen tanto la fuerte afectación a la actividad productiva como los asociados al choque financiero. En efecto, los choques derivados de la pandemia están impactando significativamente y de manera simultánea a la actividad económica, la inflación y las condiciones financieras en México. Asimismo, existe una elevada incertidumbre en torno a la duración de estas afectaciones y la información disponible de estas sobre la actividad e inflación es aún limitada, lo que implica un panorama complicado para la política monetaria. En particular, el Banco Central puede enfrentar complejas disyuntivas. Si bien los choques derivados de la pandemia conducirán claramente a un debilitamiento sumamente importante de la actividad económica, aún existe incertidumbre respecto de la magnitud de los efectos que tendrá la crisis sanitaria sobre la inflación y cuáles de estos podrían influirla en mayor medida. En este contexto, la política monetaria debe evaluar la intensidad con la que los efectos de la pandemia puedan afectar a la inflación y actuar en consecuencia.

Respecto de las decisiones de política monetaria adoptadas en un entorno que, como se mencionó, se ha venido complicando, destaca que en lo que va de 2020, la Junta de Gobierno del Instituto Central disminuyó la tasa de referencia en 175 puntos base.

En efecto, en su reunión de febrero, la Junta de Gobierno decidió recortar la tasa de referencia en 25 puntos base, considerando los niveles alcanzados por la inflación general, las perspectivas para esta en el horizonte en que opera la política monetaria, la amplitud mayor a la esperada de las condiciones de holgura de la economía y el comportamiento de las curvas de rendimiento externas e internas. Posteriormente, tomando en cuenta los riesgos para la inflación, la actividad económica y los mercados financieros derivados de la pandemia de COVID-19, que plantean retos importantes para la política monetaria y la economía en general, la Junta de Gobierno adelantó del 26 al 20 de marzo su decisión de política monetaria. Asimismo, tomó una decisión extraordinaria de política monetaria el 21 de abril. En ambos casos disminuyó en 50 puntos base la tasa de política monetaria. Posteriormente, en la decisión del 14 de mayo redujo nuevamente en 50 puntos base la tasa de referencia, ante las afectaciones previstas y considerando el espacio que en balance estas otorgan a la política monetaria. Así, el objetivo para la Tasa de Interés Interbancaria a un día se ubica actualmente en 5.5%. Considerando las acciones de política monetaria, así como la evolución de las expectativas de inflación a 12 meses como resultado de estas acciones, la tasa de interés real *ex-ante* de corto plazo se ubica actualmente en un nivel cercano a 1.8% (Gráficas 77 y 78).

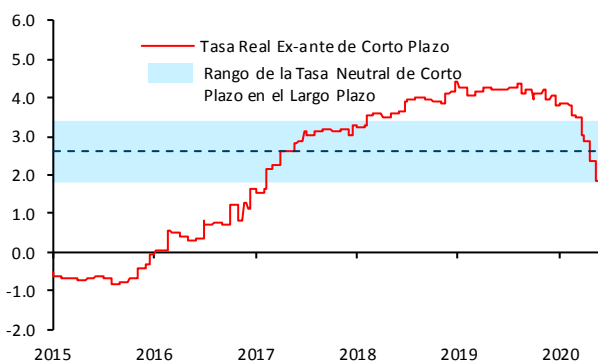
Gráfica 77
Objetivo de la Tasa de Interés Interbancaria
a 1 Día e Inflación General^{1/}
 Por ciento anual



^{1/} Hasta el 20 de Enero de 2008 se muestra la Tasa de Interés Interbancaria a 1 día. El último dato de inflación corresponde a abril de 2020.

Fuente: Banco de México e INEGI.

Gráfica 78
Tasa Real Ex- Ante de Corto Plazo y Rango Estimado para la
Tasa Neutral Real de Corto Plazo en el Largo Plazo^{1/}
 Por ciento anual



^{1/} La tasa real *ex-ante* de corto plazo se calcula como la diferencia entre el Objetivo de la Tasa de Interés Interbancaria a un día y la media de las expectativas de inflación a 12 meses extraídas de la Encuesta Sobre las Expectativas de los Especialistas en Economía del Sector Privado. La línea punteada corresponde al punto medio del rango para la tasa neutral de corto plazo en el largo plazo en términos reales, el cual se ubica entre 1.8 y 3.4%.

Fuente: Banco de México.

Aunado a lo anterior, tanto la decisión de política monetaria del 20 de marzo, como la del 21 de abril estuvieron acompañadas de anuncios de medidas por parte del Banco de México 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 (ver Recuadro 7). Dichas medidas comprenden operaciones que la Ley del Banco de México le faculta realizar; en particular,

aquellas que de carácter extraordinario se requieran para evitar trastornos en los sistemas de pagos que las circunstancias antes señaladas podrían ocasionar. En términos generales, estas medidas se pueden agrupar en cuatro:

i. *Medidas para proveer liquidez y reestablecer condiciones de operación en el mercado de dinero.* Ante el choque financiero que afectó a la economía mexicana, diversos instrumentos y mercados financieros del país mostraron una menor liquidez y profundidad, lo que contribuyó a un incremento en la volatilidad financiera. Este grupo de medidas está orientado a atender esta problemática mediante la provisión de liquidez. De esta manera se busca evitar una segmentación de los mercados, así como procurar que no se interrumpa el proceso de intermediación financiera. Estas incluyen i) la disminución del Depósito de Regulación Monetaria por un monto de 50 m.m.p.; ii) la reducción de la tasa de interés de la Facilidad de Liquidez Adicional Ordinaria (FLAO) a 1.1%; iii) el incremento de la liquidez en el mercado de dinero durante los horarios de operación, lo que permitirá un mayor control sobre la tasa de interés interbancaria a un día; iv) la ampliación de títulos elegibles para la FLAO, operaciones de coberturas cambiarias y operaciones de crédito en dólares, que permite a las contrapartes utilizar instrumentos bursátiles como colateral; v) la ampliación de contrapartes elegibles para la FLAO, que permite a la banca de desarrollo acceder a esta facilidad, y vi) una ventanilla de intercambio temporal de garantías la cual implica recursos por hasta 100 m.m.p.

ii. *Medidas para promover el comportamiento ordenado en los mercados de valores gubernamentales y de valores corporativos.* Estas incluyen tres medidas para un mejor funcionamiento del mercado de valores gubernamentales, en particular proporcionando liquidez a instituciones financieras tenedoras de estos valores y evitando distorsiones en la curva de rendimientos: i) fortalecimiento del Programa de Formadores de Mercado de Deuda Gubernamental; ii) una ventanilla de reporto de valores gubernamentales a plazo, que implica recursos hasta por 100 m.m.p., y iii) la permuta

de valores gubernamentales entre títulos de largo plazo y títulos de corto plazo. Además, una medida para proporcionar liquidez a los certificados bursátiles corporativos de corto plazo y deuda corporativa de largo plazo: iv) una facilidad de reporto de títulos corporativos, que implica recursos hasta por 100 m.m.p.

- iii. *Medidas para fortalecer los canales de crédito.* Estas medidas están dirigidas a que el sistema financiero cuente con los recursos suficientes para facilitar el otorgamiento de crédito al sector privado. Ello es particularmente relevante en la coyuntura actual, ya que debido a las afectaciones derivadas de la pandemia, hogares y familias solventes están enfrentando un problema de falta de liquidez. En particular, han visto una reducción transitoria de sus fuentes de ingreso. En este contexto, debe procurarse que el sector financiero del país proporcione financiamiento a dichos agentes económicos, de tal manera que estos estén en condiciones de hacer frente a sus gastos y obligaciones. Así, estas medidas incluyen: i) la provisión de recursos a la banca para canalizar crédito a micro, pequeñas y medianas empresas y personas físicas afectadas por la pandemia, este programa es hasta por 250 m.m.p., y ii) una facilidad de financiamiento a la banca garantizada con créditos corporativos, para el financiamiento de las micro, pequeñas y medianas empresas, por un monto hasta por 100 m.m.p.
- iv. *Medidas para procurar un comportamiento ordenado del mercado cambiario.* En

cumplimiento a las decisiones de la Comisión de Cambios, se incluyeron tres medidas que contribuyen a mantener condiciones de operación ordenadas en el mercado cambiario, así como a una mayor disponibilidad de financiamiento en dólares: v) la ampliación del programa de coberturas cambiarias en dólares liquidables en moneda nacional, bajo este esquema ya se realizaron dos subastas; vi) subastas de crédito en dólares a través del mecanismo temporal de intercambio de divisas con la Reserva Federal de los Estados Unidos, de las cuales se han ofertado un monto total de 10,000 millones de dólares en dos sesiones, asignándose una totalidad de 6,590 millones de dólares, y vii) coberturas cambiarias liquidables por diferencia en dólares con instituciones no domiciliadas en el país.

Las reducciones en 50 puntos base de la tasa de referencia del 20 de marzo, 21 de abril y 14 de mayo del año en curso se adoptaron tomando en consideración que los riesgos derivados de la pandemia de COVID-19 para la inflación, la actividad económica y los mercados financieros, plantean retos importantes para la política monetaria y la economía en general. A su vez, las medidas adicionales a los ajustes en la tasa de referencia anunciadas el 20 de marzo y el 21 de abril contribuyen a crear condiciones que faciliten que los intermediarios financieros puedan cumplir su función prioritaria de proveer financiamiento a la economía. En su conjunto, las medidas anteriores en moneda nacional en apoyo al sistema financiero representan un monto acumulado de hasta 800 m.m.p., equivalente al 3.3% del PIB de 2019.

Recuadro 7. Políticas Económicas Consideradas en México para Enfrentar el Panorama Adverso Generado por la Pandemia de COVID-19

1. Introducción

La acelerada propagación de COVID-19 ha tenido efectos importantes sobre la actividad económica global y los mercados financieros internacionales. A lo anterior, se suma la abrupta caída en el precio internacional del petróleo asociada en parte a la menor demanda por combustibles. Si bien persiste incertidumbre sobre la profundidad y duración de los efectos sobre la economía global, se anticipa una recesión de una severidad notable. Ante este complejo entorno la mayoría de los países, incluyendo México, han instrumentado medidas de política fiscal, monetaria y financiera, para contrarrestar los efectos negativos derivados de la crisis de COVID-19 (ver Recuadro 1. *Medidas de Distintas Economías para Enfrentar la Pandemia de COVID-19*).

La compleja coyuntura internacional descrita ha tenido repercusiones importantes para la economía nacional. Por una parte, afectó de manera adversa a los mercados financieros nacionales. En particular, los mercados cambiario y de renta fija exhibieron una mayor volatilidad, menor profundidad y liquidez, así como un deterioro en sus condiciones de operación. Por otra parte, la actividad económica nacional se ha debilitado significativamente, anticipándose una contracción importante en el primer semestre del año. En este contexto, las perspectivas de crecimiento para 2020 de México se han deteriorado significativamente. A continuación se describen las medidas monetarias, fiscales y financieras y de impulso crediticio para hacer frente a la crisis en el país.

2. Medidas del Banco de México

Las decisiones de política monetaria de marzo y abril estuvieron acompañadas de anuncios de medidas por parte del Instituto Central para promover el funcionamiento ordenado de los mercados financieros nacionales y proveer liquidez, ello en respuesta a las significativas afectaciones en los mercados financieros, la menor liquidez y el deterioro en las condiciones de operación de los mercados cambiario y de renta fija.¹ Dichas medidas comprenden operaciones que la Ley del Banco de México le faculta realizar. Asimismo, en cumplimiento con las decisiones de la Comisión de Cambios, el Instituto Central implementó medidas para el mejor funcionamiento del mercado cambiario.

En conjunto, se tomaron 15 medidas que pueden agruparse en cuatro ejes:

A. *Para proveer liquidez y reestablecer condiciones de operación en los mercados de dinero*, entre las cuales se encuentran:

- i. Disminuir el depósito de regulación monetaria (DRM), que las instituciones de banca múltiple y de desarrollo deben mantener en el Banco Central de manera obligatoria, por un monto de 50 mil millones de pesos (equivalente a un menor requerimiento de reserva). Al momento del anuncio de esta medida, el monto del DRM era de cerca de 320 mil millones

de pesos (m.m.p.). El Banco de México compensará o esterilizará el impacto monetario de esta medida. Con esta acción, se liberan recursos en apoyo a las operaciones activas de la banca múltiple y de desarrollo, con lo cual se mejora su liquidez y capacidad para otorgar créditos y para mantener o ampliar líneas de crédito.

- ii. Reducir la tasa de interés de la Facilidad de Liquidez Adicional Ordinaria (FLAO) que ofrece liquidez a las instituciones de banca múltiple mediante créditos garantizados o reportos. Anteriormente su costo fluctuaba entre 2 y 2.2 veces el objetivo para la Tasa de Interés Interbancaria a un día y se redujo a 1.1 veces dicha tasa. Con ello, se fortalecen las alternativas de acceso a financiamiento de la banca múltiple y para que esta pueda contar con la liquidez necesaria para su adecuada operación.
 - iii. Incremento de la liquidez durante los horarios de operación para facilitar el óptimo funcionamiento de los mercados financieros y los sistemas de pagos. El Banco de México al propiciar un exceso de liquidez en los horarios de operación de los mercados financieros, evita que se presenten presiones innecesarias sobre su objetivo operacional de política monetaria, la tasa de fondeo interbancario a un día.
 - iv. Ampliación de los títulos elegibles para la FLAO, operaciones de coberturas cambiarias y operaciones de crédito en dólares. Ello con el objetivo de proporcionar liquidez a instrumentos bursátiles que han visto disminuida su operatividad y liquidez en el mercado secundario y evitar una segmentación del mercado de deuda. Esta medida facilita la obtención de recursos líquidos para ser canalizados al otorgamiento de crédito sin debilitar la posición de liquidez de las instituciones de crédito.
 - v. Ampliación de contrapartes elegibles para la FLAO. En particular, se amplía el acceso a las instituciones de banca de desarrollo, para que estas puedan obtener liquidez mediante créditos garantizados o reportos.
 - vi. Apertura de una ventanilla de intercambio temporal de garantías. En particular, esta ventanilla tiene como fin proporcionar liquidez a instrumentos bursátiles que, derivado de las condiciones de incertidumbre y volatilidad, hayan visto disminuida su operatividad y liquidez en el mercado secundario. Programa hasta por 100 m.m.p.
- B. *Para promover el comportamiento ordenado en los mercados de valores gubernamentales y valores corporativos*, medidas que contemplan:
- i. Fortalecer el Programa de Formadores de Mercado de deuda gubernamental, en colaboración con la Secretaría de Hacienda y Crédito Público. Este programa tiene como objetivo que las instituciones financieras participantes coadyuven al desarrollo de mercado de deuda

¹ Circular 16/2020 dirigida a las Instituciones de Banca Múltiple y Banca de Desarrollo, relativa a la facilidad temporal de operaciones de préstamo de valores con el Banco de México.

gubernamental, participando en las colocaciones de deuda, proveyendo liquidez y facilitando el proceso de descubrimiento de precios en el mercado. Al respecto, el Banco de México, en su calidad de agente financiero del Gobierno Federal, y en coordinación con la Secretaría de Hacienda y Crédito Público, hicieron modificaciones a dicho Programa con el objeto de que las instituciones involucradas incrementen su participación en el mercado de deuda y, con ello, contribuyan al sano desarrollo del mismo. En particular, se hicieron dos modificaciones:

- a) La ejecución de permutas de valores gubernamentales para los formadores de mercado, con el fin de que puedan administrar mejor sus tenencias de valores.
 - b) La modificación al derecho de opción de compra de valores gubernamentales de formadores de mercado, para que el ejercicio de dicha opción de compra se realice al segundo día hábil bancario siguiente a la ejecución de la subasta primaria. Antes de esta medida, el periodo de ejercicio era de un día hábil.
- ii. Apertura de una ventanilla de reporte de valores gubernamentales a plazo. Ello con el objetivo de proporcionar liquidez a instituciones financieras tenedoras de deuda gubernamental. En particular, esta medida permitirá que estas instituciones obtengan liquidez sin necesidad de enajenar sus títulos bajo condiciones de alta volatilidad en los mercados financieros. Programa hasta por 100 m.m.p.
 - iii. Operaciones de permuta de valores gubernamentales. Con el objetivo de propiciar un correcto funcionamiento del mercado de deuda gubernamental, el Banco de México, mediante estas operaciones, recibirá títulos de largo plazo (a partir de 10 años) y entregará otros con plazo al vencimiento de hasta 3 años. Programa hasta por 100 m.m.p.
 - iv. Apertura de la Facilidad de Reporto de Títulos Corporativos (FRTC). Esta tiene como objetivo proporcionar liquidez a los certificados bursátiles corporativos de corto plazo y deuda corporativa de largo plazo que, derivado de las condiciones de incertidumbre y volatilidad, han disminuido su operatividad y liquidez en el mercado secundario. Programa hasta por 100 m.m.p.
- C. *Para fortalecer los canales de crédito, las cuales incluyen:*
- i. Provisión de recursos a instituciones bancarias para canalizar crédito a micro, pequeñas y medianas empresas y a personas físicas afectadas por la pandemia. Para ello, el Instituto Central liberará recursos asociados al DRM o, de ser

necesario otorgará financiamiento a plazo entre 18 y 24 meses a instituciones de banca múltiple y de desarrollo. Programa hasta por 250 m.m.p.

- ii. Apertura de una facilidad de financiamiento a instituciones de banca múltiple garantizada con créditos a corporativos, para el financiamiento de la micro, pequeña y mediana empresa. Ello con la finalidad de proveer financiamiento a instituciones de banca múltiple que han visto mermada su liquidez conforme empresas del sector corporativo han usado las líneas otorgadas por la banca. El financiamiento otorgado mediante esta facilidad, a su vez, se canalizaría a las micro, pequeñas y medianas empresas. Programa hasta por 100 m.m.p.
- D. *Para promover el comportamiento ordenado del mercado cambiario, en atención a las directrices de la Comisión de Cambios, medidas que contemplan:*
- i. Ampliación del programa de coberturas cambiarias en dólares liquidables en moneda nacional, de 20 mil a 30 mil millones de dólares. Bajo este esquema, el Banco de México, por instrucción de la Comisión de Cambios, realizó dos subastas por un monto de 2 mil millones de dólares cada una, con una demanda total de mil 991 millones de dólares en ambas subastas.²
 - ii. Realizar subastas de crédito en dólares estadounidenses. Con el propósito de aumentar la disponibilidad de financiamiento en dólares estadounidenses, el Banco de México, por instrucción de la Comisión de Cambios, realizará subastas de crédito en dólares entre las instituciones de crédito. Esta facilidad será financiada por el mecanismo temporal de intercambio de divisas establecido con la Reserva Federal de los Estados Unidos por un monto de 60 mil millones de dólares. Hasta la fecha, se han ofertado un monto total de 10 mil millones de dólares en dos sesiones, asignándose una totalidad de 6 mil 590 millones de dólares.
 - iii. Coberturas cambiarias liquidables por diferencia en dólares de Estados Unidos con contrapartes no domiciliadas en el país para poder operar en los horarios en los que los mercados nacionales están cerrados. Esta medida tiene por finalidad procurar condiciones de operación ordenadas en el mercado peso-dólar, particularmente durante las sesiones de Asia y Europa, cuando así lo determine la Comisión de Cambios.

En conjunto, las acciones descritas en moneda nacional proveen un apoyo al funcionamiento del sistema financiero hasta por 800 mil millones de pesos, equivalente a 3.3% del PIB (Cuadro 1).

² Es importante mencionar que este mecanismo permite a los participantes acceder a coberturas en moneda extranjera sin que ello implique la utilización de las Reservas Internacionales.

Cuadro 1
Medidas financieras del Banco de México

	m.m.p.	% PIB
1. Disminución del DRM	50.0	0.2
2. Ajuste de la tasa de la FLAO	n.a.	n.a.
3. Incremento de liquidez durante horas de operación	n.a.	n.a.
4. Ampliación de títulos elegibles FLAO	n.a.	n.a.
5. Ampliación de contrapartes elegibles FLAO	n.a.	n.a.
6. Ventanilla de intercambio temporal de garantías	100.0	0.4
7. Fortalecimiento de Programa de Formadores de Mercado de Deuda Gubernamental	n.a.	n.a.
8. Ventanilla de reporte de valores gubernamentales a plazo	100.0	0.4
9. Permuta de valores gubernamentales	100.0	0.4
10. Facilidad de Reporto de Títulos Corporativos (FRTC)	100.0	0.4
11. Provisión de recursos a banca para canalizar crédito a micro, PyMEs y personas físicas	250.0	1.0
12. Facilidad de financiamiento a banca múltiple garantizada con créditos corporativos, para financiar a micro y PyMEs	100.0	0.4
13. Ampliación de las coberturas en dólares liquidables en moneda nacional	n.a.	n.a.
14. Subastas de crédito en USD (línea Swap)	n.a.	n.a.
15. Coberturas cambiarias liquidables por diferencia en dólares	n.a.	n.a.
Total	800.0	3.3

n.a. se refiere a "no aplica".

Fuente: Banco de México

3. Medidas fiscales ante el COVID-19

Las medidas fiscales para minimizar los efectos en la salud y en la economía de la pandemia de COVID-19 anunciadas por el Gobierno Federal se agrupan en 3 vertientes principales (Cuadro 2):

A. Prevención y atención de la contingencia sanitaria. Incluye las medidas emprendidas por el sistema de salud pública para atender a la población infectada por el Covid-19, así como las tareas emprendidas por las fuerzas armadas para mitigar la propagación de la enfermedad entre la población civil. En particular, para prevenir y atender la contingencia sanitaria, se incluyen las siguientes acciones:

1. Recursos por 40 m.m.p. para el sector salud, que se utilizarían para la contratación de 45 mil médicos y enfermeras en los próximos nueve meses.³
2. Ampliación presupuestal por 4.5 m.m.p. a las secretarías de la Defensa Nacional y Marina para la

³ Cabe señalar que estos recursos provendrían del Fideicomiso del Sistema de Protección Social en Salud derivado de la reforma a la Ley General de Salud de noviembre de 2019.

activación del Plan DN-III y del Plan Marina, respectivamente.

B. Apoyos a los hogares y las empresas mexicanas, con énfasis en los más vulnerables. Comprende las medidas orientadas para proteger la liquidez de las personas y empresas más vulnerables, particularmente aquellas que enfrentan dificultades para acceder al sistema financiero. Para alcanzar estos objetivos, en los Pre CGPE 2021 el Gobierno Federal anunció:

3. Créditos gubernamentales por 50 m.m.p. para microempresas con acceso limitado al sistema financiero. Con esta medida se pretende otorgar 2 millones de créditos de 25 mil pesos cada uno a empresas del sector formal e informal. Los créditos están dirigidos a empresas registradas ante el IMSS que no disminuyeron su plantilla laboral en el primer trimestre del año, así como a empresas familiares registradas en los censos de bienestar del Gobierno Federal.
4. Adelanto del pago del bimestre mayo-junio de la pensión de adultos mayores.⁴
5. Otorgamiento de facilidades por parte del Infonavit para el pago de créditos de beneficiarios que pierdan su relación laboral durante la contingencia de COVID-19, cuyos apoyos suman alrededor de 20 m.m.p.

Asimismo, en el Programa Emergente para el Bienestar y el Empleo se anunció:

6. La disposición de un fondo del ISSSTE por 35 m.m.p. para el otorgamiento de créditos personales a trabajadores derechohabientes.

Por último, en el Boletín sobre la Situación Económica, las Finanzas Públicas y la Deuda Pública al primer trimestre de 2020 se señalaron las siguientes medidas:

7. 25 m.m.p. para ampliar los Programas de Bienestar enfocados a mejorar la liquidez de la población más vulnerable.
8. 25 m.m.p. para construcción de infraestructura social (agua potable, pavimento y vivienda) en zonas marginadas.

C. Respaldo para los estados y municipios. Se refiere a las acciones para dotar con mayor oportunidad a los gobiernos subnacionales de recursos financieros para enfrentar la contingencia sanitaria. Particularmente el Gobierno Federal anunció:

9. El adelanto a los estados de las transferencias del periodo abril-mayo para gasto en salud.

Para apoyar a los contribuyentes, se extendió el plazo para realizar la declaración anual de personas físicas del 30 de abril al 30 de junio de 2020. También destacan otras medidas fiscales de apoyo a las empresas, como la agilización de las devoluciones de IVA y la

⁴ En el comunicado 019 de la Secretaría del Bienestar del 27 de marzo de 2020 se señaló que también se adelantaría el pago del tercer bimestre de la pensión para las personas con discapacidad.

posibilidad de obtener una prórroga en el pago de una proporción de las cuotas patronales al IMSS; cabe señalar que estas medidas ya habían sido anunciadas por parte del Gobierno Federal. Asimismo, en concordancia con la declaratoria de emergencia sanitaria por causa de fuerza mayor, el IMSS suspendió a partir del 31 de marzo cualquier acto de autoridad (actuaciones, diligencias, audiencias, notificaciones o requerimientos) hasta que se determine que han cesado las causas que le dieron origen a la declaratoria.

En adición a lo anterior, los gobiernos de algunas entidades federativas han anunciado su propio paquete de medidas para enfrentar los efectos de la pandemia sobre la actividad económica, destacando: i) descuentos al impuesto sobre la nómina; ii) microcréditos para apoyar el autoempleo a tasa cero, y iii) apoyos para micro y pequeñas empresas, así como para productores del campo.⁵

Cuadro 2
Medidas Fiscales ante el COVID-19

	m.m.p.	% PIB ^{1/}
1. Recursos al sector salud	40.0	0.16
2. Activación Plan DN-III y Plan Marina	4.5	0.02
3. Créditos a microempresarios	50.0	0.20
4. Adelanto pago de pensiones bienestar	24.0	0.10
5. Facilidades del Infonavit	20.0	0.08
6. Fondo para créditos personales ISSSTE	35.0	0.14
7. Ampliación Programas del Bienestar	25.0	0.10
8. Construcción de infraestructura social	25.0	0.10
9. Adelanto de transferencias federales	18.9	0.08
Total	242.4	1.00

^{1/} Con base en la estimación del PIB para 2020 de Pre CGPE 2021.
Fuente: Elaboración propia con base en información del Gobierno Federal.

4. Medidas financieras y de impulso crediticio

4.1 Diferimiento de pagos y reestructuras

La Junta de Gobierno de la Comisión Nacional Bancaria y de Valores (CNBV), de la cual el Banco de México forma parte, emitió, con carácter temporal, criterios contables especiales aplicables a las instituciones de crédito y las Sociedades Financieras de Objeto Múltiple (SOFOMEs) reguladas en relación a los préstamos al consumo, vivienda y comerciales de aquellos acreditados cuya fuente de pago se encuentre afectada por la contingencia actual. Ello, con la finalidad de facilitar la implementación de programas de apoyo por parte de la banca a estos acreditados. Así, los créditos renovados o reestructurados bajo estos programas no se considerarán cartera vencida. Estos apoyos son aplicables a créditos vigentes al 28 de febrero de 2020 y consisten en el diferimiento parcial o total del pago de capital y/o intereses hasta por cuatro meses, con la posibilidad de extenderlo por dos meses adicionales. Al respecto, la Asociación de Bancos de México anunció el 20 de mayo que, hasta esa fecha, 7.9 millones de créditos bancarios se habían adherido a dicho programa. Entre los beneficiarios, se encuentran 3.2 millones de créditos otorgados a micro, pequeñas y medianas empresas y a personas físicas con actividad empresarial, 2.7 millones de clientes de tarjetas de

crédito, 962 mil créditos de nómina, 606 mil créditos personales, 219 mil créditos automotrices y 281 mil créditos hipotecarios.

Los criterios contables arriba descritos se hicieron extensivos a los créditos vigentes al 28 de febrero de 2020 otorgados por las Entidades de Fomento y los Almacenes Generales de Depósito y a los créditos vigentes al 31 de marzo del presente año proveídos por las Sociedades Cooperativas de Ahorro y Préstamo (SOCAPs), las Sociedades Financieras Populares (SOFIPOs) y las Uniones de Crédito.

En este sentido, el Banco de México emitió medidas provisionales para que las entidades financieras no quedarán obligadas a realizar el cobro del pago mínimo de deudas de tarjetas de crédito durante los meses de abril a septiembre del presente año. Asimismo, estas entidades no podrán cobrar comisiones por incumplimiento del pago mínimo o intereses moratorios relacionados con dicho incumplimiento, en tanto que sí podrán cobrar intereses ordinarios.

Por su parte, la Comisión Nacional de Seguros y Fianzas (CNSF) anunció facilidades que permiten a las instituciones de seguros ampliar los plazos para el pago de primas de seguros vigentes hasta por un máximo de 60 días, sin penalización o cancelación de las pólizas.

4.2 Regulación bancaria y de intermediarios financieros no bancarios

La CNBV aprobó medidas temporales en materia de capitalización de las instituciones de crédito. Entre el 1 de abril de 2020 y el 31 de marzo de 2021, los bancos comerciales podrán utilizar el suplemento de conservación de capital sin incumplir el nivel de capital regulatorio mínimo requerido. En tanto, ante la presencia de condiciones de operación menos favorables en los mercados, a fin de evitar que las disposiciones para la banca comercial en vigor lleven a condiciones de menor liquidez, el Comité de Regulación de Liquidez Bancaria aprobó excepciones temporales en materia de liquidez, incluyendo modificaciones para el cálculo del Coeficiente de Cobertura de Liquidez (CCL), y la suspensión de algunas medidas correctivas en ciertos escenarios del CCL. Estas excepciones estarán vigentes por seis meses a partir del 28 de febrero de 2020 y podrán extenderse por un periodo máximo de hasta seis meses adicionales.

Por último, la CNBV y la CNSF emitieron recomendaciones para que las instituciones bancarias y las compañías de seguros se abstengan de acordar el pago de dividendos, realizar recompra de acciones y cualquier mecanismo que implique una transferencia de beneficios patrimoniales a los accionistas para los ejercicios fiscales de 2019 y 2020.

4.3 Medidas de la banca de desarrollo

El Gobierno Federal, a través de la banca de desarrollo, incluyó en los Pre CGPE 2021 una serie de programas de apoyo para empresas acreditadas que se vean afectadas por la pandemia. Estos programas contemplan la ampliación, el refinanciamiento o la reestructura de créditos de empresas en los sectores de la

⁵ Con base en la publicación de mensajes audiovisuales en las cuentas de Twitter del Gobernador de Jalisco el 21 de marzo de 2020 y del Gobernador del Estado de México el 25 de marzo de 2020.

construcción, comercio, industria y servicios, así como la ampliación de líneas de financiamiento para cubrir el pago de intereses, nuevos créditos para financiar capital de trabajo y la postergación de cobros administrativos, entre otros. Asimismo, el 22 de mayo de 2020, el Fondo Nacional para el Consumo de los Trabajadores (Fonacot) anunció que, por la pandemia, otorgará 300 mil créditos a trabajadores formales hasta por 10 mil pesos, con una tasa de interés de 10.1%. Los beneficiarios pagarían el crédito a través de 33 mensualidades a partir del tercer mes de haberlo recibido. Los requisitos para ser acreedor al crédito son tener por lo menos un año de antigüedad en una empresa afiliada al Fondo y poseer un contrato de tiempo indeterminado. Los recursos destinados a estos programas se muestran en el Cuadro 3 y suman un total 66.7 m.m.p., o el 0.29% del PIB.

Cuadro 3
Medidas de la Banca de Desarrollo

	m.m.p.	% PIB
1. Banobras: Liquidez a empresas del sector de infraestructura	6.0	0.02
2. Nafin & Bancomext: Liquidez a empresas de primer y segundo piso	30.0	0.14
3. Nafin & Bancomext: Programa de garantías	6.3	0.03
4. SHF: Estabilización de créditos a la construcción sindicados	8.8	0.04
5. SHF: Líneas de costos financieros	6.0	0.02
6. SHF: Microfinanciamiento para la mejora de vivienda	2.0	0.01
7. FND: Reactivación económica de acreditados	n.d.	n.d.
8. FND: Impulso a la economía rural	n.d.	n.d.
9. Banco del Bienestar: Programa clientes	2.0	0.01
10. Banco del Bienestar: Programa de vinculación	n.d.	n.d.
11. FOCIR: Ampliación del plazo de desinversión	n.d.	n.d.
12. FOCIR: Suspensión del cobro de comisiones de FICAS	n.d.	n.d.
13. FOCIR: Programa emergente COVID	2.6	0.01
14. Fonacot: Créditos de nómina por la pandemia	3.0	0.01
Total	66.7	0.29

Por su parte, el BID Invest y el Consejo Mexicano de Negocios establecieron un programa de crédito por 3 mil millones de dólares en la modalidad de factoraje, dirigido a financiar a 30 mil micro, pequeñas y medianas empresas proveedoras de empresas

grandes. Debido a que estas líneas de crédito revolvente tendrán un plazo promedio de 90 días, los recursos de este programa permitirán en un año otorgar financiamiento hasta por 12 mil millones de dólares.

5. Consideraciones Finales

Ante un entorno económico y financiero que se ha tornado significativamente más complejo e incierto debido a las afectaciones derivadas de la pandemia de COVID-19, las autoridades fiscal, monetaria y financieras han respondido con un conjunto de medidas encaminadas a preservar finanzas públicas sanas y el funcionamiento ordenado de los mercados financieros, así como para apoyar a empresas y hogares particularmente afectados por la pandemia referida. Al momento, el Gobierno Federal ha anunciado un conjunto de medidas fiscales por un monto de 1.0% del PIB para enfrentar los efectos derivados de la pandemia de COVID-19 sobre la economía, encaminadas a brindar apoyos a los hogares más vulnerables con el adelanto del pago de subsidios directos, la ampliación de programas sociales, así como la construcción de infraestructura social en zonas marginadas. Las medidas fiscales también están enfocadas en apoyar a trabajadores formales con créditos personales, en el caso del ISSSTE, y con facilidades de pago, en el caso del Infonavit. Asimismo, las empresas del sector formal e informal tienen acceso a créditos para contar con una mayor liquidez de la que tendrían en ausencia de estas medidas, al tiempo que las entidades federativas están recibiendo recursos de manera anticipada para hacer frente a sus necesidades en materia de salud.

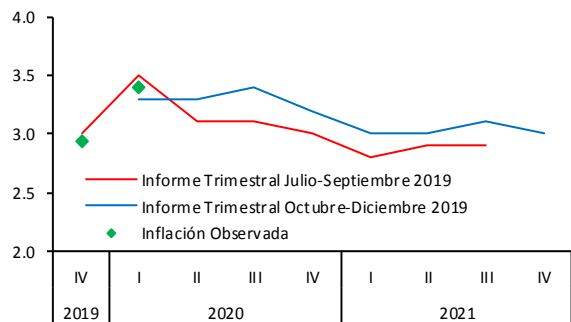
Por su parte, los programas de apoyo crediticio anunciados por la banca de desarrollo suman cerca del 0.3% del PIB, mientras que las medidas del Banco de México, dirigidas al sano desarrollo de los mercados financieros y crediticios del país, equivalen al 3.3% del PIB. Dichas medidas buscan reducir la posibilidad de que las instituciones de crédito muestren un comportamiento que refuerce una disminución de la actividad económica; es decir, procuran evitar una conducta pro-cíclica por parte de estas instituciones. Asimismo, buscan crear condiciones que faciliten la tarea primordial de los intermediarios financieros de proveer de financiamiento a la economía, en particular a los hogares y a las micro, pequeñas y medianas empresas cuyos ingresos han sido afectados por la pandemia. Lo anterior tiene como fin último proteger la capacidad productiva de las empresas y salvaguardar la mayor cantidad de empleos posibles.

Considerando el horizonte en el que opera la política monetaria, el Banco de México toma sus decisiones a partir de una evaluación de la coyuntura económica y de las condiciones monetarias y financieras prevalecientes, así como las perspectivas de las mismas variables.

En cuanto a la evolución de la inflación con respecto a sus proyecciones, destaca que entre el cuarto

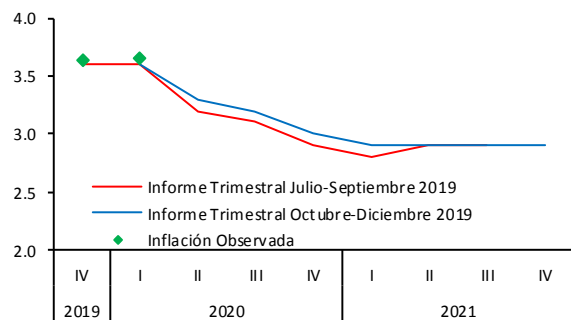
trimestre de 2019 y el primer trimestre de 2020 tanto la inflación general como la inflación subyacente aumentaron ligeramente más de lo previsto en las proyecciones incluidas en el Informe Trimestral Octubre-Diciembre, publicado en febrero de 2020 (Gráficas 79 y 80). Sin embargo, la inflación general medida en términos anuales disminuyó de manera importante en abril.

Gráfica 79
Pronósticos de Inflación General
Variación anual en por ciento



Nota: La inflación observada corresponde al promedio del trimestre.
Fuente: Banco de México e INEGI.

Gráfica 80
Pronósticos de la Inflación Subyacente
Variación anual en por ciento

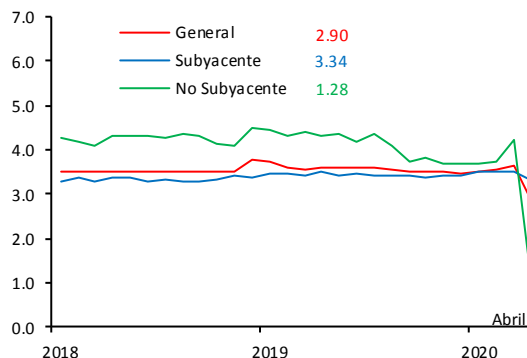


Nota: La inflación observada corresponde al promedio del trimestre.
Fuente: Banco de México e INEGI.

En relación con las expectativas de inflación provenientes de la encuesta que levanta el Banco de México entre especialistas del sector privado, destaca que la mediana de las expectativas para la inflación general al cierre de 2020 aumentó de 3.46% en diciembre de 2019 a 3.64% en marzo, para posteriormente disminuir en abril y ubicarse en 2.90%. A su interior, entre diciembre de 2019 y marzo de 2020, las medianas correspondientes a los componentes subyacente y no subyacente aumentaron de 3.40 a 3.50% y de 3.69 a 4.22%, respectivamente. Posteriormente, en abril, ambos

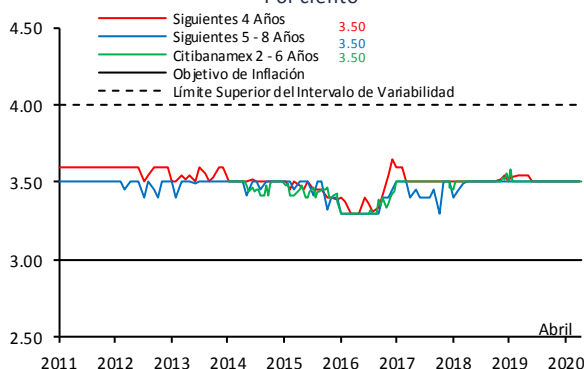
componentes se ajustaron a la baja para ubicarse en 3.34 y 1.28%, respectivamente (Gráfica 81).¹⁶ En cuanto a las expectativas de inflación de mediano plazo (próximos 4 años) y largo plazo (próximos 5 a 8 años), las medianas para la inflación general permanecieron en 3.50%, mientras que para el componente subyacente registraron aumentos de 3.46 a 3.50%, para el mediano plazo, y de 3.40 a 3.45%, para el largo plazo (Gráficas 82 y 83).¹⁷

Gráfica 81
Medianas de las Expectativas de Inflación General, Subyacente y No Subyacente al Cierre de 2020
Por ciento



Fuente: Encuesta Sobre las Expectativas de los Especialistas en Economía del Sector Privado.

Gráfica 82
Medianas de las Expectativas de Inflación General a Distintos Plazos
Por ciento

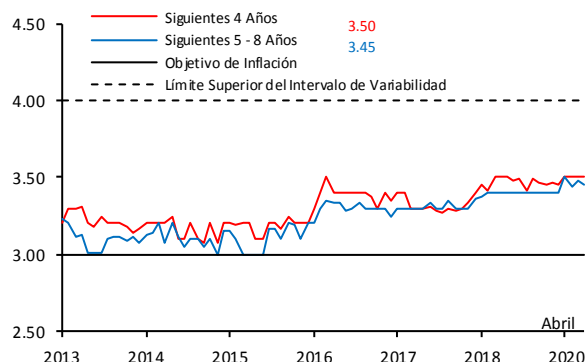


Fuente: Encuesta Sobre las Expectativas de los Especialistas en Economía del Sector Privado y Encuesta Citibanamex.

¹⁶ La mediana de las expectativas de inflación general para el cierre de 2020 de la Encuesta Citibanamex disminuyó de 3.50 a 2.98%, a la vez que la correspondiente al componente subyacente pasó 3.45 a 3.47% entre las encuestas del 19 de diciembre de 2019 y del 20 de mayo de 2020.

¹⁷ Por lo que respecta a la mediana de las expectativas de inflación general de largo plazo de la Encuesta de Citibanamex (para los siguientes 2 a 6 años), se mantuvo en 3.5% entre las encuestas del 19 de diciembre de 2019 y la del 20 de mayo de 2020.

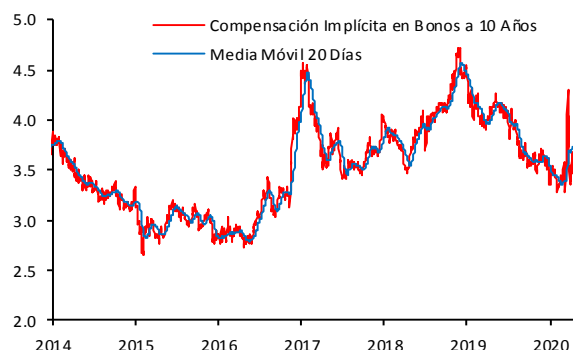
Gráfica 83
Medianas de las Expectativas de Inflación Subyacente a Distintos Plazos
 Por ciento



Fuente: Encuesta Sobre las Expectativas de los Especialistas en Economía del Sector Privado.

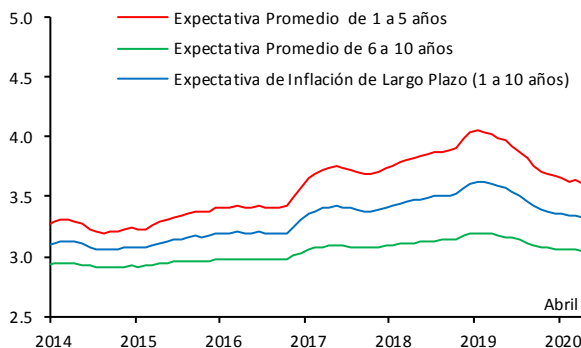
Finalmente, la compensación por inflación y riesgo inflacionario extraída de instrumentos de mercado aumentó de manera importante entre diciembre y marzo, si bien esta se ajustó a la baja en abril y mayo (Gráfica 84). En relación con sus componentes estimados, las expectativas de inflación de largo plazo (promedio de 6 a 10 años) se mantuvieron estables y la prima por riesgo inflacionario aumentó entre diciembre y marzo, no obstante disminuyó en abril (Gráficas 85 y 86).¹⁸ Es importante destacar que a las dificultades propias de la estimación de variables no observables, como estas, se agrega que la situación actual de volatilidad y menor liquidez en los mercados de los instrumentos usados en la estimación de los componentes referidos afecta en mayor medida la señal que usualmente se extrae de estas estimaciones.

Gráfica 84
Compensación por Inflación y Riesgo Inflacionario Implícita en Bonos
 Por ciento



Nota: La compensación por inflación y riesgo inflacionario se calcula como la diferencia entre las tasas de interés nominal y real de largo plazo.
 Fuente: Estimación de Banco de México con Datos de Valmer y PiP.

Gráfica 85
Estimación de las Expectativas de Inflación Anual Extraídas de Instrumentos de Mercado^{1/}
 Por ciento

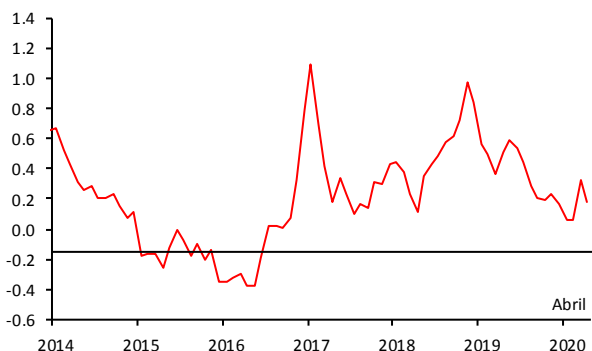


^{1/} La expectativa de inflación se calcula con base en un modelo afín usando datos de Bloomberg, PiP y Valmer, con base en Aguilar, Elizondo y Roldán (2016).
 Fuente: Estimaciones del Banco de México con datos de Bloomberg, Valmer y PiP.

¹⁸ Para una descripción de la estimación de las expectativas de inflación de largo plazo, ver el Recuadro “Descomposición de la Compensación

por Inflación Esperada y Riesgo Inflacionario” en el Informe Trimestral Octubre - Diciembre 2013.

Gráfica 86
Estimación de la Prima por Riesgo Inflacionario
a 10 Años^{1/}
 Por ciento



^{1/} La prima por riesgo inflacionario se calcula con base en un modelo afín usando datos de Bloomberg, PIP y Valmer, con base en Aguilar, Elizondo y Roldán (2016).
 Fuente: Estimaciones del Banco de México con datos de Bloomberg, Valmer y PIP.

Con respecto a la posición cíclica de la economía, ante las afectaciones de la pandemia de COVID-19 sobre la actividad económica nacional, las perspectivas para el crecimiento económico se han deteriorado considerablemente, y de acuerdo con la información más reciente, la actividad productiva tuvo una contracción importante en el primer trimestre del año. Si bien se mantiene la incertidumbre sobre la magnitud y duración de los efectos de la pandemia, se prevé que esta contracción se profundice en el segundo trimestre y de lugar a caídas importantes en el empleo. Así, las condiciones de holgura de la economía se están ampliando considerablemente. En este sentido, en el periodo que cubre este Informe las expectativas para el crecimiento anual del PIB para 2020 provenientes de la encuesta que levanta el Banco de México entre especialistas del sector privado registraron un importante ajuste a la baja y un incremento en su dispersión.

Respecto de los mercados financieros nacionales, durante enero y la mayor parte de febrero, estos registraron un comportamiento relativamente estable, en un entorno de mayor apetito por riesgo como consecuencia de la disminución de algunos de los riesgos que prevalecieron durante el año previo, así como por la postura monetaria que adoptaron las economías avanzadas. No obstante, desde finales de febrero el apetito por riesgo global disminuyó de manera considerable a raíz de la aceleración de la propagación de COVID-19 y su impacto sobre la

actividad económica global. Lo anterior desencadenó un aumento importante en la aversión al riesgo en los mercados financieros internacionales. Esto propició ajustes de portafolios en las economías avanzadas, de los mercados accionarios a renta fija, y redujo considerablemente la demanda por activos de economías emergentes. Adicionalmente, se registró una caída sustancial en los precios del petróleo como consecuencia de la caída en su demanda global y las tensiones entre algunos países productores importantes. En las últimas semanas, la amplia gama de medidas de política adoptadas, especialmente en las economías avanzadas de mayor tamaño, contribuyeron a un mejor desempeño de los mercados financieros internacionales. Ello, junto con las acciones de política monetaria implementadas, propició un mejor comportamiento en los mercados nacionales, que presentaron una disminución de las tasas de interés, si bien mantienen una elevada volatilidad (Gráfica 87). Estos mercados, siguen sujetos a riesgos importantes como los derivados de la pandemia y por la reciente disputa entre Estados Unidos y China alrededor del origen de COVID-19, así como el proceso electoral en Estados Unidos; un posible escalamiento en las tensiones comerciales y políticas entre este país y algunos de sus principales socios comerciales; o un agravamiento en conflictos geopolíticos, entre otros factores de incertidumbre.

En este contexto, de finales de diciembre de 2019 hasta mediados de mayo, el tipo de cambio registró una depreciación acumulada de aproximadamente 28%, si bien recientemente se apreció. Al respecto, pueden distinguirse los siguientes episodios durante el periodo que cubre este Informe. Primero, de finales de diciembre de 2019 a finales de febrero, la moneda nacional mostró una apreciación de 1.60%, al pasar de alrededor de 18.90 a 18.59 pesos por dólar, ello derivado de: i) la disminución de las tensiones comerciales entre Estados Unidos y China, y la firma de la Fase 1 del acuerdo comercial entre ambos países; ii) posturas de política monetaria acomodaticias en economías avanzadas, y iii) la ratificación del T-MEC por parte de Estados Unidos. Posteriormente, de finales de febrero hasta mediados de mayo, el tipo de cambio se depreció alrededor de 30%, y alcanzó un nivel máximo intradía de 25.78 pesos por dólar el 5 de abril. Entre los factores que influyeron en dicho comportamiento destacan: i) las preocupaciones relativas a la pandemia de COVID-19

y su efecto en la actividad económica; ii) un deterioro en las condiciones financieras globales detonado por un episodio de marcada aversión al riesgo; iii) la importante caída de los precios del petróleo, y iv) la reducción en la calificación crediticia de la deuda soberana de México y de Pemex por parte de tres agencias calificadoras. Finalmente, durante la segunda quincena de mayo, experimentó una apreciación de alrededor de 8%, influida por una mejoría en el apetito por riesgo global ante las noticias de una reapertura gradual de ciertas actividades en algunas economías (Gráfica 88).

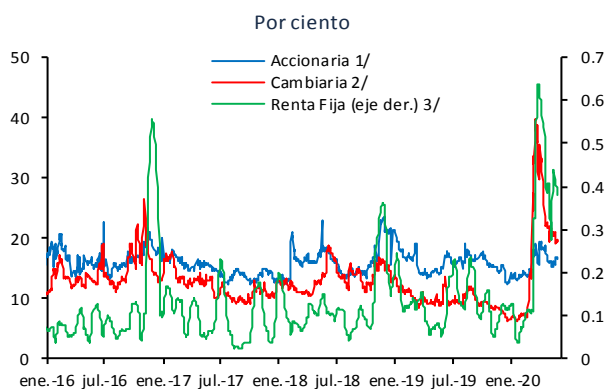
Es importante subrayar que en caso de que la economía, ante los choques referidos, llegue a enfrentar un escenario que requiera de un ajuste del tipo de cambio real, el Banco de México contribuirá a que este se realice de manera ordenada, buscando evitar efectos de segundo orden sobre el proceso de formación de precios.

Por otra parte, en economías pequeñas y abiertas como la mexicana, un elemento a considerar es la postura monetaria relativa con el exterior. No obstante, en un entorno tan incierto y volátil como el derivado de choques de una magnitud considerable, tal como el actual, los diferenciales entre las tasas de interés internas y externas no parecen haber sido los determinantes principales de los ajustes observados en los portafolios de los inversionistas. En efecto, en la parte más pronunciada del episodio de aversión al riesgo, los inversionistas internacionales reasignaron de manera generalizada sus recursos financieros de activos de riesgo hacia aquellos considerados de refugio. En este contexto, y como se mencionó previamente, las economías emergentes registraron no solo depreciaciones significativas de sus monedas y primas de riesgo elevadas, sino también importantes salidas de capital, las cuales han sido de mayor magnitud que las observadas en episodios previos de elevada volatilidad, tales como la crisis financiera global, entre otros. En las últimas semanas la aversión al riesgo se ha contenido y los diferenciales de rendimiento gradualmente cobraron mayor importancia. En este contexto, el entorno actual de menor apetito por riesgo y los correspondientes ajustes en los portafolios de los inversionistas constituyen una restricción adicional que los bancos centrales de las economías emergentes deben considerar, especialmente por sus efectos sobre la estabilidad de sus mercados financieros.

Sobre las condiciones monetarias y financieras relativas destaca lo siguiente:

- i. Durante el periodo que cubre este Informe, los bancos centrales de las principales economías avanzadas adoptaron una política monetaria más acomodaticia, además de que implementaron medidas para promover la liquidez y el flujo de crédito en la economía, así como para garantizar el buen funcionamiento de los mercados financieros.

Gráfica 87
Volatilidad en los Mercados Financieros en México



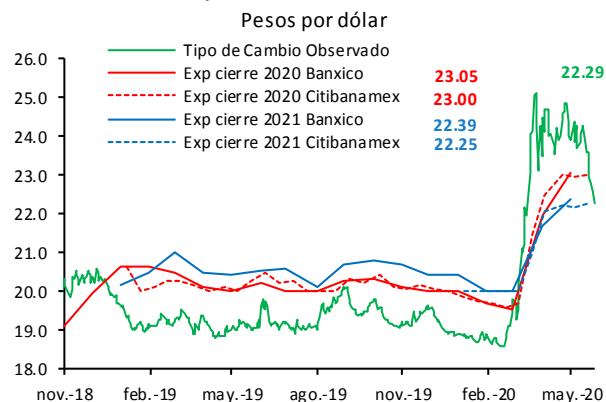
1/ Se refiere al índice de volatilidad de S&P de la Bolsa Mexicana de Valores.

2/ Se refiere a la volatilidad implícita de las opciones a un mes del peso mexicano.

3/ Se refiere a la desviación estándar con una ventana móvil de 30 días de las tasas de interés de 10 años en México.

Fuente: Bloomberg y Proveedor Integral de Precios (PiP).

Gráfica 88
Tipo de Cambio Nominal^{1/}



1/ El tipo de cambio observado es el dato diario del tipo de cambio FIX. Los números al lado de las expectativas corresponden a las medianas de la encuesta de Banco de México del mes de abril 2020 y de la encuesta Citibanamex del 20 de mayo de 2020.

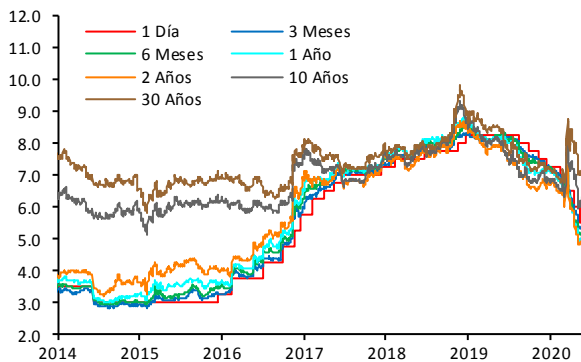
Fuente: Banco de México y Citibanamex.

ii. En cuanto al comportamiento de las tasas de interés en México, si bien durante enero y la mayor parte de febrero registraron disminuciones moderadas, a finales de febrero y durante marzo la curva de rendimientos se desplazó, registrando incrementos en todos sus plazos, si bien en mayor medida en los rendimientos de más largo plazo. Ello como consecuencia del menor apetito por riesgo global antes mencionado. Posteriormente, las tasas de interés se ajustaron a la baja, en mayor medida las de corto y mediano plazos (Gráficas 89, 90 y 91).

Gráfica 89

Tasas de Interés de Valores Gubernamentales en México

Por ciento

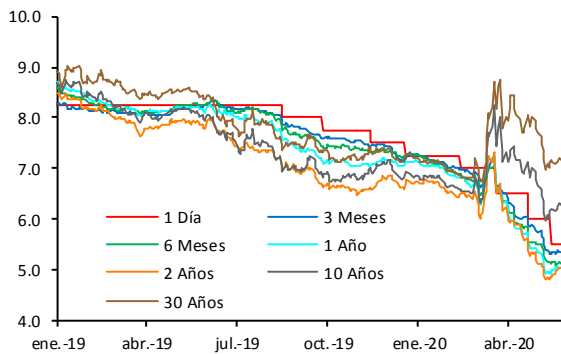


Fuente: Proveedor Integral de Precios (PiP).

Gráfica 90

Tasas de Interés de Valores Gubernamentales en México

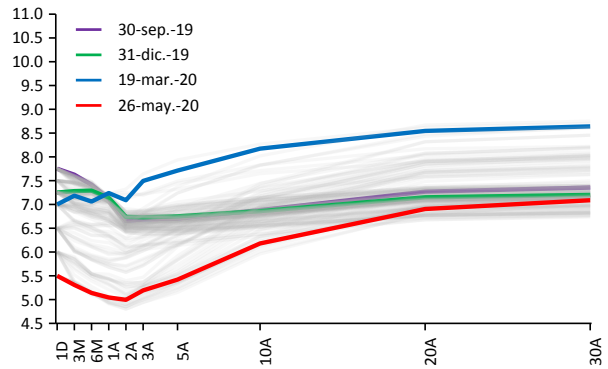
Por ciento



Fuente: Proveedor Integral de Precios (PiP).

Gráfica 91
Curva de Rendimientos de México

Por ciento

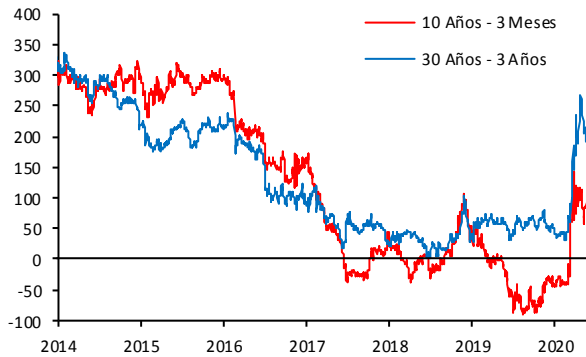


Nota: Las líneas grises se refieren a las curvas de rendimientos diarias desde el 30 de septiembre de 2019.

Fuente: Proveedor Integral de Precios (PiP).

iii. Dado el comportamiento descrito, la pendiente de la curva de rendimientos (definida como la diferencia entre la tasa de interés de 10 años y la de 3 meses) se mantuvo estable durante enero y principios de febrero, aumentando considerablemente a partir de finales de febrero en línea con los mayores incrementos en las tasas de interés de largo plazo, si bien en el margen ha disminuido (Gráfica 92). Por su parte, en cuanto a los dos componentes de la tasa de interés de 10 años en México – la expectativa promedio de la tasa de interés de corto plazo en el mismo horizonte y la prima por plazo – a finales de febrero del presente año, el primero disminuyó, mientras que el segundo se incrementó de manera considerable. Si bien la prima por plazo ha disminuido en el margen, se mantiene en niveles elevados, mostrando volatilidad (Gráfica 93).

Gráfica 92
Pendiente de la Curva de Rendimientos
Puntos base



Fuente: Proveedor Integral de Precios (PIP).

Gráfica 93
Expectativa de la Tasa de Corto Plazo y Prima Por Plazo en México
Puntos porcentuales

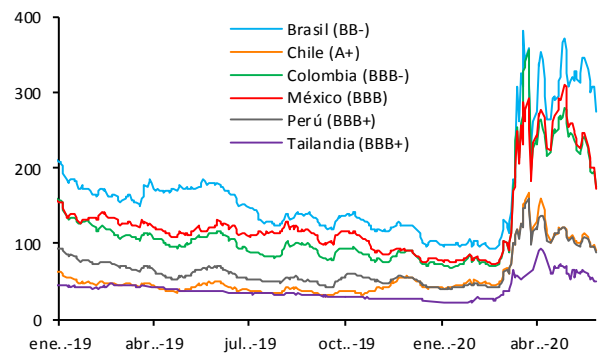


Fuente: Estimación del Banco de México con datos de Valmer, Proveedor Integral de Precios y Bloomberg.

- iv. Durante el periodo de referencia, los indicadores de mercado que miden el riesgo de crédito soberano en México aumentaron al igual que en otras economías emergentes. Destaca que en el caso de México, estos se ubicaron en niveles elevados respecto a los de economías con calificación crediticia comparable (Gráfica 94).
- v. Tomando en consideración las acciones de política monetaria de Banco de México y de la Reserva Federal, así como la evolución de la demanda por activos de renta fija en México y Estados Unidos, a partir de febrero del año en curso los diferenciales de tasas de interés entre

ambos países se ajustaron al alza de manera importante en todos sus plazos (Gráficas 95 y 96). No obstante, es importante mencionar que si bien dichos diferenciales permanecen en niveles elevados y mayores a los observados para otras economías emergentes, al ajustar por la volatilidad del peso mexicano, estos se han venido ajustando a la baja (Gráficas 97 y 98).

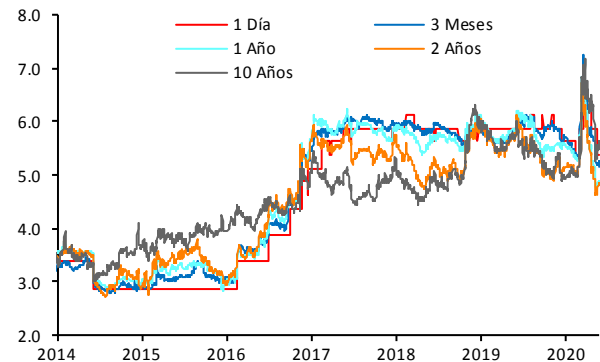
Gráfica 94
Indicadores de Mercado que Miden el Riesgo de Crédito Soberano Nacional^{1/}
Puntos base



^{1/} Se refiere a los Credit Default Swaps a 5 años.

Nota: La mediana de la calificación soberana para cada país se muestra entre paréntesis y corresponde a la mediana de las calificaciones de Fitch Ratings, Moody's y Standard & Poor's, normalizadas a la escala de esta última.

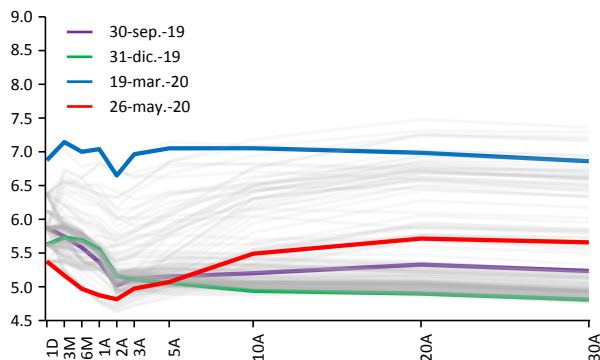
Gráfica 95
Diferenciales de Tasas de Interés entre México y Estados Unidos^{1/}
Por ciento



^{1/} Para la tasa objetivo de Estados Unidos se considera el promedio del intervalo considerado para la Reserva Federal

Fuente: Proveedor Integral de Precios (PIP).

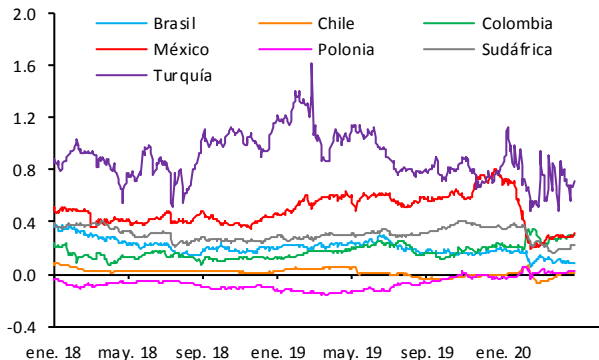
Gráfica 96
Curva de Diferenciales de Tasas de Interés entre México y Estados Unidos
 Puntos porcentuales



Nota: Las líneas grises se refieren a las curvas de rendimientos diarias desde el 30 de septiembre de 2019.

Fuente: Proveedor Integral de Precios (PiP) y Departamento del Tesoro de Estados Unidos.

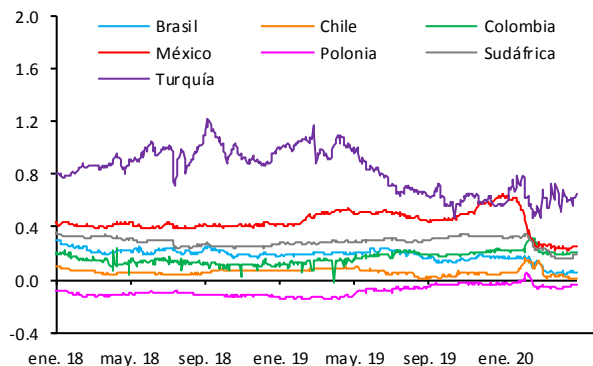
Gráfica 97
Diferencial de Tasas de Interés de Países Emergentes y Estados Unidos a 3 meses Ajustado por Volatilidad
 Índice



Nota: Los estimados se calcularon con el diferencial implícito en los forwards cambiarios a 3 meses, ajustados por la volatilidad implícita al mismo plazo.

Fuente: Cálculos de Banco de México con datos de Bloomberg.

Gráfica 98
Diferencial de Tasas de Interés de Países Emergentes y Estados Unidos a 1 año Ajustado por Volatilidad
 Índice



Nota: Los estimados se calcularon con el diferencial implícito en los forwards cambiarios a 1 año, ajustados por la volatilidad implícita al mismo plazo.

Fuente: Cálculos de Banco de México con datos de Bloomberg.

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.

5. Previsiones y Balance de Riesgos

5.1. Previsiones para la Actividad Económica

Crecimiento de la economía nacional: La pandemia de COVID-19 ha generado a nivel mundial una emergencia sanitaria que ha venido acompañada de choques de oferta, demanda y financieros de manera simultánea. El hecho de que la evolución de la pandemia aún está en proceso tanto a nivel global como nacional genera un alto grado de incertidumbre para cualquier proyección de la actividad económica de México. En particular, aún es incierta la duración y profundidad de la pandemia, tanto en México, como en otros países. Ello, a su vez, implica incertidumbre sobre la duración y severidad de las medidas de contención y de distanciamiento social que será necesario adoptar y mantener. Además, incluso ante el eventual relajamiento o levantamiento de muchas de las medidas de contención, existen riesgos de brotes adicionales y se desconoce cuándo podría haber un tratamiento efectivo o vacuna disponible. Todo lo anterior incide en los tiempos y el ritmo en los que podría esperarse una recuperación y normalización de la actividad económica nacional, misma que, además, estará influida por el ritmo de recuperación de otras economías.¹⁹

Ante esta incertidumbre, se considera que un escenario central de pronósticos de actividad económica de México como el que usualmente el Banco de México da a conocer en sus Informes Trimestrales podría sugerir un nivel de precisión mayor al que el entorno actual o la información disponible permite alcanzar. Además, dado que la afectación económica responde a la dinámica de la pandemia, no se cuenta con elementos que permitan hacer un pronóstico probabilístico como los que usualmente se presentan. En este sentido, construir diversos escenarios sobre el posible comportamiento de la actividad productiva, basados en diferentes supuestos acerca de la profundidad y duración de las consecuencias de la pandemia, podría dar una mejor perspectiva del PIB en 2020 y 2021. En efecto, escenarios como los presentados en el Recuadro 2 de este Informe permiten contar con referencias sobre

posibles trayectorias que podrían observarse para la actividad.²⁰

Los resultados obtenidos para los escenarios considerados en ese Recuadro representan el impacto marginal sobre el producto que se observaría bajo diferentes supuestos sobre las afectaciones asociadas a la emergencia de salud. Así, partiendo del punto intermedio de las previsiones para 2020 de entre 0.5 y 1.5% para el crecimiento económico esperadas en el Informe Trimestral anterior, previas a la emergencia sanitaria, y considerando la información adicional sobre el desempeño de la economía, los escenarios sugieren las siguientes tasas de variación del PIB en 2020 y 2021 (Gráfica 99):

En el escenario de afectación tipo V, los daños económicos –provocados tanto por la debilidad de la demanda externa causada por la pandemia, como por una menor producción de diversos sectores de actividad en cumplimiento de las medidas de distanciamiento social– se concentran en el primer semestre del año. Posteriormente, se supone una recuperación relativamente rápida de la actividad económica, que persiste a principios de 2021, normalizándose el ritmo de crecimiento de la actividad en el resto del horizonte. Ello resultaría en una contracción del PIB de -4.6% en 2020 y una expansión de 4% en 2021.

En el escenario tipo V profunda, las afectaciones a la actividad económica son más intensas y se extienden al tercer trimestre del año, para luego presentar una reactivación hacia el cierre del año y durante 2021. Bajo los supuestos de este escenario, descrito en el Recuadro 2, ello daría lugar a una caída del PIB de -8.8% en 2020 y un crecimiento de 4.1% en 2021.

Finalmente, en el escenario de afectación tipo U profunda la debilidad de la actividad económica causada por el choque en el primer semestre de 2020 se extiende durante el resto del año, seguido de una recuperación lenta durante 2021. Ello ocasionaría un retroceso del PIB de -8.3% en 2020 y una disminución adicional de -0.5% en 2021.

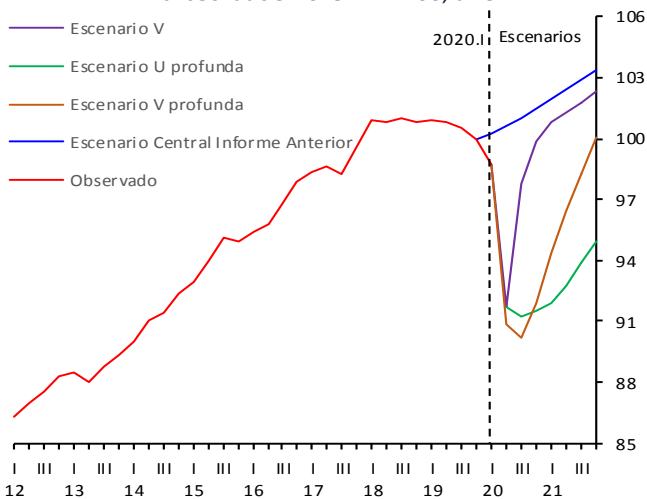
¹⁹ De acuerdo con los analistas encuestados por Blue Chip en mayo de 2020, se esperan variaciones de la producción industrial en Estados Unidos para 2020 y 2021 de -8.7 y 3.2%, las cuales se comparan con las de 0.4 y 1.5% reportadas en el Informe anterior.

²⁰ El enfoque de privilegiar en la coyuntura actual la construcción de escenarios alternativos sobre la presentación de un pronóstico central ha sido adoptado por bancos centrales tales como el de Canadá, Suecia, Nueva Zelanda e Inglaterra como respuesta al alto grado de incertidumbre que prevalece.

Nótese que la diferencia máxima entre escenarios es de más de 4 puntos porcentuales tanto en 2020, como en 2021. Ello representa la profunda incertidumbre a la que está sujeta la economía y las diferentes trayectorias que podría presentar el PIB. A su vez, ello contrasta con los rangos no mayores a un punto porcentual que normalmente se presentan en los Informes Trimestrales. Conforme se vaya disponiendo de mayor información sobre la dinámica de la propia pandemia y sus afectaciones a la actividad económica se podrá determinar qué tipo de escenario es el que se estará materializando.

Es necesario enfatizar que prevalece el riesgo de que la actividad económica se ubique entre los escenarios descritos o bien presente trayectorias inferiores o superiores. Al alza, existe la posibilidad de que se observe no solo una normalización de la actividad económica, sino que también se recupere parte del consumo pospuesto durante la etapa de distanciamiento social, de modo que la actividad muestre un crecimiento más vigoroso. Por el contrario, la intensidad y, particularmente, la duración de las afectaciones podrían ser mayores a lo supuesto en los escenarios profundos, lo que podría llevar a que la actividad económica se vea aún más afectada.

Gráfica 99
Estimación del PIB de México
 Índices base 2019 T4 = 100, a. e.

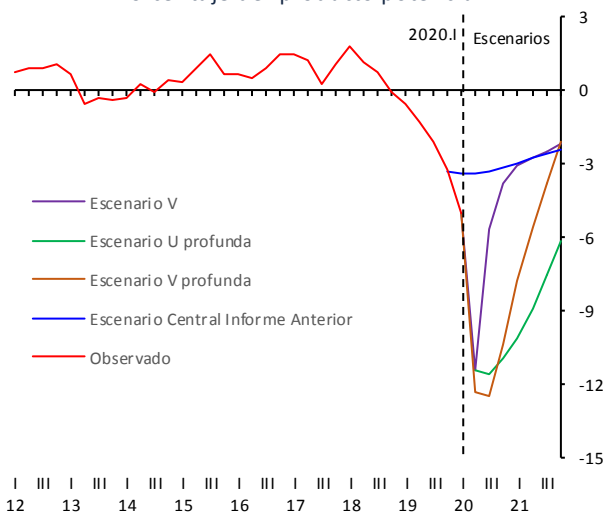


a. e. Cifras ajustadas por estacionalidad.
 Fuente: INEGI y Banco de México.

Con respecto a la posición cíclica de la economía, se espera que las condiciones de holgura se hayan ampliado significativamente en el primer semestre

del año y que bajo cualquier escenario se mantendrán considerablemente más relajadas a lo anteriormente previsto a lo largo de todo el horizonte de pronóstico (Gráfica 100).

Gráfica 100
Estimación de la Brecha del Producto, a. e.
 Porcentaje del producto potencial



a. e. Cifras ajustadas por estacionalidad.
 Fuente: Banco de México.

Empleo: La incertidumbre en torno a las previsiones de crecimiento se traduce, a su vez, en incertidumbre respecto de las expectativas para la variación del número de puestos de trabajo registrados en el IMSS. Con base en los escenarios descritos se presenta un rango amplio de posibles resultados para este indicador. Así, en 2020 podría observarse una variación negativa de entre 1,400 y 800 mil puestos de trabajo, en tanto que para 2021 se podría presentar una variación de entre -200 y 400 mil puestos de trabajo.

Cuenta Corriente: La incertidumbre sobre el desempeño del comercio internacional y la actividad económica tanto a nivel interno como global, aunado a la volatilidad del tipo de cambio y posibles intermitencias en las cadenas globales de valor, también se traducen en una amplia incertidumbre sobre los flujos comerciales y demás rubros de la cuenta corriente. Por ello, al igual que con las demás previsiones incluidas en este Informe, se presenta un rango amplio para las expectativas del saldo de cuenta corriente. En particular, la debilidad de la actividad global podría derivar en menores ingresos por remesas, un menor saldo en la balanza de viajeros internacionales y una menor demanda externa por

bienes mexicanos, lo que presionaría hacia un mayor déficit de cuenta corriente. No obstante, ello podría verse contrarrestado, por una parte, por un tipo de cambio más depreciado, lo cual favorecería principalmente las exportaciones de mercancías y, por otra parte, por ajustes a la baja en las importaciones del país derivados tanto por la caída esperada en la demanda interna como por el mayor nivel del tipo de cambio. Así, para 2020 se podría observar un saldo en la balanza comercial de entre -4.8 y 4.6 miles de millones de dólares (-0.5 y 0.5% del PIB) y un saldo en la cuenta corriente de entre -15.1 y -3.1 miles de millones de dólares (-1.5 y -0.3% del PIB). Para 2021 se podría registrar un saldo en la balanza comercial de entre -7.2 y 4.5 miles de millones de dólares (-0.6 y 0.5% del PIB) y un saldo en la cuenta corriente de entre -20.5 y -4.6 miles de millones de dólares (-1.8 y -0.5% del PIB).

Riesgos para el crecimiento: En un entorno de marcada incertidumbre y en el que todos los escenarios incorporan profundas afectaciones a la actividad económica, deben enfatizarse los diversos riesgos que se enfrentan. Entre los riesgos a la baja en el horizonte de pronóstico destacan:

- i. Que, con el objetivo de evitar mayores contagios, se prolonguen las medidas de distanciamiento social o se implementen medidas más estrictas, ocasionando una mayor o más prolongada parálisis de la actividad económica, tanto a nivel global, como nacional.
 - ii. Que se observen episodios adicionales de volatilidad en los mercados financieros internacionales originados por una mayor aversión al riesgo o por una pérdida de confianza de los inversionistas dependiendo de la evolución del brote de COVID-19 a nivel mundial, o como resultado de otros acontecimientos, tales como el proceso electoral en Estados Unidos u otros elementos geopolíticos, afectando los flujos de financiamiento disponibles para las economías emergentes.
 - iii. Que las medidas de apoyo adoptadas, tanto a nivel nacional, como internacional, no sean efectivas o de suficiente alcance para evitar cambios en la estructura productiva más duraderos como resultado, por ejemplo, de quiebras de establecimientos o histéresis en el desempleo.
- iv. Que las secuelas de las afectaciones causadas por la pandemia sobre la economía sean más permanentes si, por ejemplo, implican rompimientos en las cadenas globales de valor o posiciones más proteccionistas en distintos países. En particular, en un contexto de elecciones presidenciales en Estados Unidos, las diferencias que persisten entre ese país y algunos de sus principales socios comerciales podrían acentuarse ante el entorno de emergencia sanitaria prevaleciente.
 - v. Que se observen deterioros adicionales en la calificación de la deuda soberana y de Pemex, lo que podría afectar aún más el acceso a los mercados financieros.
 - vi. Que persista la debilidad de los componentes de la demanda agregada que venían presentando incluso antes del episodio de pandemia. En particular, que persista el ambiente de incertidumbre interna que ha afectado a la inversión y que ello ocasione que se difieran aún más planes de inversión o que los consumidores reduzcan su gasto de manera precautoria.

Entre los riesgos al alza para el crecimiento en el horizonte de pronóstico destacan:

- i. Que las medidas de contención y distanciamiento social sean más efectivas a lo previsto para contener la propagación de COVID-19 y evitar una saturación de los sistemas de salud, apoyando la confianza en la economía y las expectativas de una recuperación vigorosa.
- ii. Que los estímulos que se han otorgado a nivel internacional y nacional sean efectivos para proteger el empleo y la planta productiva, preservar las cadenas globales de valor, reducir los riesgos sistémicos, restaurar la confianza de consumidores e inversionistas, y, en general, contrarrestar las secuelas de la pandemia y apoyar la recuperación de la economía. Que todo lo anterior conduzca a que las afectaciones sean menores a las anticipadas y que, en consecuencia, la recuperación de la economía global sea rápida y vigorosa.
- iii. Que la próxima entrada en vigor del T-MEC propicie una inversión mayor a la esperada.

5.2. Previsiones para la Inflación

La incertidumbre que ocasiona la pandemia de COVID-19 sobre el comportamiento de distintas variables económicas y financieras implica que también es incierta la magnitud y duración de los choques que afectan a la inflación. En este contexto, con base en las trayectorias de las variables macroeconómicas resultantes de los distintos escenarios descritos en la sección de crecimiento económico se construyeron sendas para la inflación en el horizonte de pronóstico. Dichas trayectorias reflejan las presiones a la baja y al alza que esta enfrentaría en los distintos escenarios. Entre las presiones a la baja destaca la importante ampliación en la brecha negativa del producto, que difiere en magnitud y profundidad entre escenarios, así como la reducción que presentaron los precios de los energéticos en los primeros meses del año. Al alza, la depreciación del tipo de cambio, que también podría diferir entre escenarios, y posibles interrupciones en las cadenas de producción y distribución de algunos bienes y servicios. Las presiones en diferentes sentidos tienden a contrarrestarse entre sí. De esta manera, si bien las trayectorias de inflación muestran mayor incertidumbre que las publicadas en los Informes Trimestrales previos, presentan una menor dispersión que las de los escenarios de la actividad productiva.

De las previsiones de inflación resultantes de los tres escenarios, en las Gráficas 101a y 101b se presentan barras azules para indicar el mínimo y el máximo que esta alcanzaría en las estimaciones para cada uno de los trimestres en el horizonte de pronóstico, para la inflación general y subyacente, respectivamente. Si la inflación se ubicara en el centro de estas barras se tendría la trayectoria que se reporta en el Cuadro 5. La incertidumbre en torno a esta senda se puede representar con el área sombreada en rojo en las Gráficas 101a y 101b. Esta área roja corresponde a las áreas de las gráficas de abanico que usualmente se presentan, pero en esta ocasión no se indican los distintos rangos de probabilidad, toda vez que en la coyuntura actual es difícil identificar a tal grado el efecto de distintos choques sobre la inflación.²¹ En particular, algunas de las presiones sobre la inflación van en sentidos opuestos y podrían ser de mayor

magnitud o más duraderas a las previstas en dichos escenarios. Adicionalmente, podrían presentarse no linealidades, de modo que el balance de riesgos para la inflación se mantiene incierto.

Así, en todos los escenarios se prevé que la inflación subyacente, que ha aumentado con base en la información más oportuna, se ubique por encima de lo anticipado en el Informe anterior hasta el primer semestre de 2021. Ello debido a que se estima que en el corto plazo mantenga una persistencia elevada y a la influencia de la depreciación del tipo de cambio, así como por posibles efectos en precios por algunas medidas de distanciamiento. Por otro lado, se estima que hacia la segunda mitad de 2021 los efectos de la mayor holgura den lugar a una inflación subyacente menor a lo anteriormente anticipado, ubicándola por debajo de 3%.

Para la inflación general, en los distintos escenarios se prevé que luego de la importante reducción esperada para el segundo trimestre de 2020 en relación a lo presentado en el Informe Trimestral anterior, originada por la fuerte caída en los precios de los energéticos, esta se incrementa desde mediados de 2020 y hasta mediados de 2021. Lo anterior debido: i) al aumento de la inflación no subyacente, en respuesta a los incrementos que recientemente han presentado algunos precios de productos agropecuarios, así como por una paulatinamente menor contribución negativa de los precios de los energéticos, los cuales a inicios de 2021 presionarían al alza la inflación por el efecto aritmético de baja base de comparación, y ii) en menor medida, como ya se mencionó, a una mayor inflación subyacente. Posteriormente, ante la reducción de la inflación subyacente como reflejo de la mayor holgura en la economía, y al deshacerse el efecto aritmético de base de comparación en la inflación no subyacente, la inflación general descendería en mayor medida hacia finales de 2021 y principios de 2022 en los tres escenarios. De esta forma, se espera que la inflación general anual se ubique dentro del intervalo de variabilidad del Banco de México durante la mayor parte del horizonte de pronóstico, y que se sitúe alrededor de la meta de inflación hacia finales de dicho horizonte.

²¹ Para mayor precisión, el área roja de las gráficas de abanico se estima únicamente para la trayectoria en la que la inflación se ubicara en el centro de las barras azules, que a su vez representan, para cada

trimestre, el mínimo y el máximo que alcanza la inflación entre los tres escenarios estimados.

Cuadro 5
Pronósticos de la inflación General y Subyacente

	Variación anual en por ciento									
	2020				2021				2022	
	I	II	III	IV	I	II	III	IV	I	
INPC										
Informe Actual ^{1/}	3.4	2.7	3.5	3.5	3.4	4.0	3.2	3.0	2.9	
Informe Anterior ^{2/}	3.3	3.3	3.4	3.2	3.0	3.0	3.1	3.0		
Subyacente										
Informe Actual ^{1/}	3.7	3.7	3.8	3.8	3.7	3.2	2.7	2.6	2.5	
Informe Anterior ^{2/}	3.6	3.3	3.2	3.0	2.9	2.9	2.9	2.9		

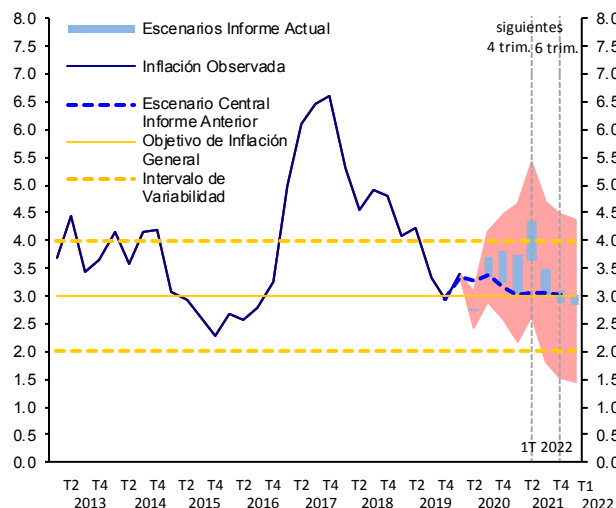
^{1/} Pronóstico a partir de mayo de 2020. Se estimaron las trayectorias para la inflación con base en la evolución de las variables macroeconómicas en los tres escenarios reportados en este Informe. Para cada uno de los trimestres en el horizonte de pronóstico, se calculó el mínimo y el máximo de inflación de entre los escenarios. Se reporta en este Cuadro la trayectoria de la inflación si esta se ubicara en un punto equidistante a dichos máximos y mínimos en el horizonte de previsiones.

^{2/} Pronóstico a partir de febrero de 2020.

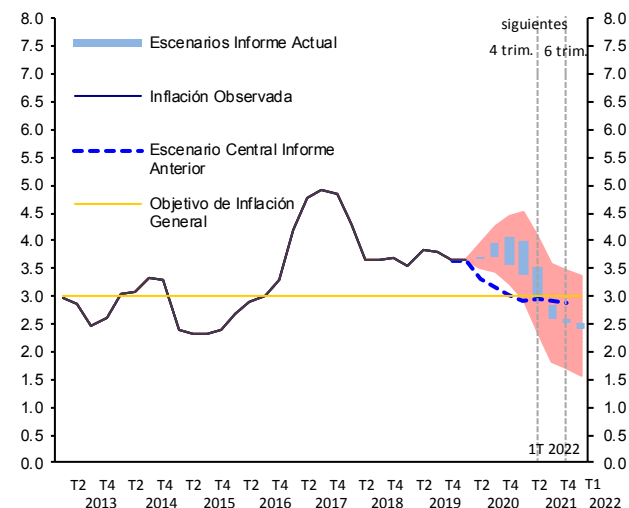
Fuente: Banco de México e INEGI.

Gráfica 101

a) Gráfica de Abanico: Inflación General Anual^{1/}
Por ciento



b) Gráfica de Abanico: Inflación Subyacente Anual^{1/}
Por ciento



^{1/} Promedio trimestral de la inflación anual. Se señalan con líneas verticales punteadas los próximos cuatro y seis trimestres a partir del segundo trimestre de 2020 es decir, el segundo y cuarto trimestre de 2021 respectivamente, lapsos en los que los canales de transmisión de la política monetaria operan a cabalidad. Se estimaron las trayectorias para la inflación con base en la evolución de las variables macroeconómicas en los tres escenarios reportados en este Informe. Las barras azules indican el mínimo y el máximo de inflación de entre los escenarios para cada uno de los trimestres en el horizonte de pronóstico. El área roja corresponde al área de las gráficas de abanico que usualmente se presentan para una trayectoria en la que la inflación se ubicara en un punto equidistante a dichos máximos y mínimos en el horizonte de previsiones y que corresponde al reportado en el Cuadro 5.

Fuente: Banco de México e INEGI.

Profundizando sobre los diversos riesgos que afectan a la inflación, que plantean retos y disyuntivas importantes para la conducción de la política monetaria, sobresalen los siguientes:

A la baja:

- i. Que los efectos de la ampliación de la brecha negativa del producto y de una menor demanda en ciertos bienes y servicios ante las medidas de distanciamiento o la preocupación por el contagio sean mayores a los previstos.
- ii. Una presión a la baja sobre los precios en todo tipo de mercancías e insumos importados en respuesta a las condiciones de holgura globales.
- iii. Que se acentúen o se tornen más permanentes las reducciones en los precios de los energéticos.
- iv. Que la apreciación del tipo de cambio que se ha observado en los últimos días continúe, de modo que se ubique por debajo de lo anticipado.

Al alza:

- i. Que se incremente la demanda relativa por ciertos bienes en el contexto de la contingencia sanitaria, presionando los precios.
- ii. Que se observe una mayor depreciación del tipo de cambio o que esta sea más persistente.
- iii. Que se prolonguen las interrupciones en las cadenas de producción y de distribución, presionando no solo los precios de las mercancías no alimenticias, sino también los de los alimentos.
- iv. Que existan presiones de costos al implementarse medidas para procurar la seguridad de los trabajadores y de los consumidores.

Es de destacarse, asimismo, que podrían existir no linealidades o efectos adicionales a los usuales que signifiquen que la inflación podría tener respuestas distintas a las observadas en circunstancias menos extremas ante los choques que se están enfrentando. En efecto, el traspaso del tipo de cambio a los precios podría ser menor ante la caída tan pronunciada en la actividad económica. Además, la holgura podría tener un efecto más inmediato respecto al rezago con el que usualmente se aprecian sus consecuencias sobre los precios. La debilidad generalizada a nivel

global podría dar lugar a caídas en los precios de distintos insumos o bienes finales a nivel internacional que también se reflejen en presiones a la baja en los precios en México. Por el contrario, la depreciación del tipo de cambio podría percibirse como permanente, generando un mayor traspaso. Las presiones que la pandemia tenga sobre las finanzas públicas podrían dar lugar a incrementos en las primas de riesgo, presionando el tipo de cambio aún más. Asimismo, ante la incertidumbre o restricciones de suministro, los fijadores de precios podrían decidir no disminuir sus precios a pesar de la holgura en la economía.

La pandemia de COVID-19, con su impacto sobre la salud de la población y con afectaciones en la actividad económica, inflación y mercados financieros, plantea profundos retos nunca antes vistos para el Estado Mexicano y para la sociedad en su conjunto. Así, la coyuntura actual requiere de una respuesta de política oportuna, decidida y coordinada entre las diferentes autoridades del país que permita salvaguardar el bienestar de la población.

En este complejo e incierto entorno económico y financiero, el Banco de México 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 su meta en el plazo en el que opera la política monetaria. Al enfocarse en el cumplimiento de su mandato constitucional, el Banco Central puede contribuir de manera significativa a mantener la confianza, limitar la propagación de los choques financieros derivados de la pandemia, y facilitar las transacciones entre los agentes económicos de manera eficiente, segura y rápida, logrando un ajuste más ordenado ante las circunstancias actuales. En efecto, en la coyuntura actual el Banco de México está particularmente atento a promover el sano desarrollo del sistema financiero y propiciar el buen funcionamiento del sistema de pagos. Así, ha venido tomado medidas adicionales para promover el comportamiento ordenado de los mercados financieros, fortalecer los canales de otorgamiento de crédito y proveer liquidez, en estricto apego al

marco legal y en coordinación con otras autoridades financieras.

Para alcanzar una recuperación expedita de la actividad económica al resolverse la contingencia sanitaria, y restaurar el bienestar de la población, evitando afectaciones de carácter más permanente, es necesario que la economía mexicana preserve fundamentos macroeconómicos sólidos y la estabilidad del sistema financiero, y que se adopten las acciones necesarias en el ámbito monetario y fiscal. No obstante, toda vez que la estabilidad macroeconómica, aunque necesaria, no es suficiente por sí sola para generar mayor crecimiento económico, también es preciso corregir los problemas estructurales e institucionales que han propiciado bajos niveles de inversión y que han impedido al país aumentar su productividad. La emergencia de salud no solo no debe distraer de

estas tareas pendientes, sino que las hace más apremiantes. En particular, es indispensable encaminar políticas que fortalezcan el estado de derecho, que combatan la inseguridad, la corrupción y la impunidad, y que garanticen la certeza jurídica, el cumplimiento del marco legal y el respeto a los derechos de propiedad. Del mismo modo, se requiere reforzar el funcionamiento microeconómico de la economía y reducir la incertidumbre económica interna para mejorar la percepción sobre el clima de negocios en el país. Ello permitirá atraer la inversión y generar la flexibilidad en la asignación de recursos que son necesarios para enfrentar, en el corto plazo, la crisis de COVID-19 y, en el mediano plazo, los reajustes en el funcionamiento de la economía que esta conlleve. A su vez, esto permitirá alcanzar un crecimiento económico más dinámico que traiga consigo más y mejores empleos y bienestar para la población.

Anexo 1. Publicaciones del Banco de México en el Trimestre Enero - Marzo 2020

1. Publicaciones

1.1. Informes Trimestrales

26/02/2020	Informe Trimestral, octubre-diciembre 2019
26/02/2020	Recuadro 1. Inversión e Incertidumbre en las Economías Avanzadas
26/02/2020	Recuadro 2. El Impacto de la Incertidumbre sobre el Consumo y la Inversión en México
26/02/2020	Recuadro 3. Indicadores de Inflación más Relacionados a Factores de Oferta
26/02/2020	Recuadro 4. Consideraciones sobre el Efecto del Incremento al Salario Mínimo de 2019 sobre los Precios

1.2. Reportes

11/03/2020	Reporte sobre las Economías Regionales, octubre-diciembre 2019
11/03/2020	Recuadro 1. Patrones Regionales Recientes de los Flujos de Emigrantes de México hacia Estados Unidos
11/03/2020	Recuadro 2. Efecto de las Medidas Arancelarias Establecidas por Estados Unidos a China sobre la Actividad Económica Regional en México
11/03/2020	Recuadro 3. Empleo Formal en las Regiones de México
27/03/2020	Reporte sobre las condiciones de competencia en el mercado de crédito para la adquisición de vivienda febrero 2020

1.3. Informes sobre el ejercicio del presupuesto y programas de trabajo

21/01/2020	Programa de Trabajo 2018-2019
31/01/2020	Informe sobre el presupuesto aprobado de gasto corriente e inversión física de 2020

1.4. Programa Monetario

31/01/2020	Programa de política monetaria para 2020
------------	------------------------------------------

2. Documentos de investigación

30/03/2020	2020-01 Comparación de pronósticos de la estructura temporal de tasas de interés de México para distintas especificaciones del modelo afín
30/03/2020	2020-02 Paridad de tasas cubierta: un enfoque de volatilidad estocástica para estimar la banda neutral (Disponible sólo en inglés)
30/03/2020	2020-03 Mercados de emparejamiento muchos-a-uno: externalidades y estabilidad (Disponible sólo en inglés)

3. Comunicados

3.1. Política monetaria

3.1.1. Anuncios de las decisiones de política monetaria

13/02/2020 | El objetivo para la Tasa de Interés Interbancaria a 1 día (tasa objetivo) disminuye en 25 puntos base

20/03/2020 | El objetivo para la Tasa de Interés Interbancaria a 1 día (tasa objetivo) disminuye en 50 puntos base

3.1.2. Minutas de las decisiones de política monetaria

02/01/2020 | Minuta de la reunión de la Junta de Gobierno del Banco de México, con motivo de la decisión de política monetaria anunciada el 19 de diciembre de 2019

27/02/2020 | Minuta de la reunión de la Junta de Gobierno del Banco de México, con motivo de la decisión de política monetaria anunciada el 13 de febrero de 2020

3.2. Banco de México

3.2.1. Estado de cuenta semanal

07/01/2020 | Estado de cuenta del Banco de México de la semana al 3 de enero de 2020 y del mes de diciembre de 2019

14/01/2020 | Estado de cuenta del Banco de México de la semana al 10 de enero de 2020

21/01/2020 | Estado de cuenta del Banco de México de la semana al 17 de enero de 2020

28/01/2020 | Estado de cuenta del Banco de México de la semana al 24 de enero de 2020

05/02/2020 | Estado de cuenta del Banco de México de la semana al 31 de enero y del mes de enero de 2020

11/02/2020 | Estado de cuenta del Banco de México de la semana al 7 de febrero de 2020

18/02/2020 | Estado de cuenta del Banco de México de la semana al 14 de febrero de 2020

25/02/2020 | Estado de cuenta del Banco de México de la semana al 21 de febrero de 2020

03/03/2020 | Estado de cuenta del Banco de México de la semana al 28 de febrero y del mes de febrero de 2020

10/03/2020 | Estado de cuenta del Banco de México de la semana al 6 de marzo de 2020

18/03/2020 | Estado de cuenta del Banco de México de la semana al 13 de marzo de 2020

24/03/2020 | Estado de cuenta del Banco de México de la semana al 20 de marzo de 2020

31/03/2020 | Estado de cuenta del Banco de México de la semana al 27 de marzo de 2020

3.2.2. Información semanal del Estado de Cuenta Consolidado

07/01/2020 | Información semanal al 3 de enero de 2020

14/01/2020 | Información semanal al 10 de enero de 2020

21/01/2020 | Información semanal al 17 de enero de 2020

28/01/2020 | Información semanal al 24 de enero de 2020

05/02/2020 | Información semanal al 31 de enero de 2020

11/02/2020 | Información semanal al 7 de febrero de 2020

18/02/2020	Información semanal al 14 de febrero de 2020
25/02/2020	Información semanal al 21 de febrero de 2020
03/03/2020	Información semanal al 28 de febrero de 2020
10/03/2020	Información semanal al 6 de marzo de 2020
18/03/2020	Información semanal al 13 de marzo de 2020
24/03/2020	Información semanal al 20 de marzo de 2020
31/03/2020	Información semanal al 27 de marzo de 2020

3.3. Sector financiero

3.3.1. Agregados monetarios y actividad financiera

31/01/2020	Agregados monetarios y actividad financiera en diciembre de 2019
28/02/2020	Agregados monetarios y actividad financiera en enero de 2020
31/03/2020	Agregados monetarios y actividad financiera en febrero 2020

3.3.2. Anuncios de la Comisión de Cambios

09/03/2020	Se incrementa el tamaño del programa de coberturas cambiarias liquidables en moneda nacional que subasta el Banco de México
12/03/2020	Subasta de 2,000 millones de dólares de coberturas cambiarias liquidables en moneda nacional
18/03/2020	Subasta de 2,000 millones de dólares de coberturas cambiarias liquidables en moneda nacional
30/03/2020	Subastas de crédito en dólares por parte de Banco de México a través del uso de la línea "swap" con la Reserva Federal de Estados Unidos

3.4. Sector externo

3.4.1. Balanza de pagos

25/02/2020	La balanza de pagos anual 2019
------------	--------------------------------

3.4.2. Información revisada de comercio exterior

10/01/2020	Noviembre de 2019
10/02/2020	Diciembre de 2019
10/03/2020	Enero de 2020

3.5. Resultados de encuestas

3.5.1. Evolución trimestral del financiamiento a las empresas

19/02/2020	Evolución trimestral del financiamiento a las empresas durante el trimestre octubre-diciembre de 2019
------------	-------------------------------------------------------------------------------------------------------

3.5.2. Encuesta nacional sobre la confianza del consumidor

10/01/2020	Indicador de confianza del consumidor: diciembre 2020
07/02/2020	Indicador de confianza del consumidor: enero 2020
05/03/2020	Indicador de confianza del consumidor: febrero 2020

3.5.3. Encuestas sobre las expectativas de los especialistas en economía del sector privado

04/02/2020	Encuesta sobre las expectativas de los especialistas en economía del sector privado: enero 2020
02/03/2020	Encuesta sobre las expectativas de los especialistas en economía del sector privado: febrero 2020

3.5.4. Encuesta sobre condiciones generales y estándares en el mercado de crédito bancario (EnBan)

07/02/2020	Encuesta sobre condiciones generales y estándares en el mercado de crédito bancario durante el trimestre octubre-diciembre de 2019
------------	------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------

3.5.5. Indicadores de opinión empresarial

03/01/2020	Indicador de pedidos manufactureros: diciembre 2019
04/02/2020	Indicador de pedidos manufactureros: enero 2020
02/03/2020	Indicador de pedidos manufactureros: febrero 2020

3.6. Misceláneos

06/01/2020	Se publican las bases para la quinta edición del Reto Banxico, concurso académico dirigido a estudiantes de nivel licenciatura en México
15/01/2020	Publicación de la TIIE de Fondeo a un día hábil bancario y robustecimiento de las TIIE a plazos mayores a un día hábil bancario
24/01/2020	El próximo sábado 1 de febrero 32 aspirantes a comisionadas de la COFECE y del IFT presentarán los exámenes indicados en la Constitución y en las convocatorias respectivas
01/02/2020	Hoy presentaron sus exámenes las aspirantes a comisionadas de la COFECE y del IFT
05/02/2020	Banco de México es nombrado "Emisor de Moneda del Año" por la Editorial Financiera Central Banking
07/02/2020	El Comité de Evaluación entregó al C. Presidente de los Estados Unidos Mexicanos la lista de aspirantes para ocupar la vacante en el órgano de gobierno de la Comisión Federal de Competencia Económica y emite una nueva convocatoria para ocupar la vacante en el órgano de gobierno del Instituto Federal de Telecomunicaciones
10/02/2020	El Banco de México actualiza los criterios generales de comunicación de la Junta de Gobierno y servidores públicos e implementa esfuerzos adicionales en la comunicación de la política monetaria
19/02/2020	Consulta pública de la nota conceptual para la emisión de disposiciones de carácter general para regular las interfaces de programación de aplicaciones informáticas estandarizadas que deben establecer las cámaras de compensación y las sociedades de información crediticia
06/03/2020	Consulta pública de la nota conceptual para la emisión de regulación aplicable a las instituciones de crédito para la operación de cajeros automáticos aceptadores y dispensadores de billetes
12/03/2020	Anuncio de las autoridades financieras: subasta de 2,000 millones de dólares de coberturas cambiarias liquidables en moneda nacional y operación de permuta de valores gubernamentales
17/03/2020	El Banco de México informa sobre el estado de salud de uno de sus trabajadores

Banco de México

19/03/2020	El Banco de México anuncia el establecimiento de líneas "swap" con la Reserva Federal de Estados Unidos
19/03/2020	Consejo de Estabilidad Financiera (FSB) publicó la revisión entre pares de México sobre la implementación de las reformas de derivados extrabursátiles (OTC)
20/03/2020	Medidas para proveer liquidez en moneda nacional y extranjera y para mejorar el funcionamiento de los mercados nacionales
26/03/2020	Medidas que toma el Banco de México ante el COVID-19
06/01/2020	Se publican las bases para la quinta edición del Reto Banxico, concurso académico dirigido a estudiantes de nivel licenciatura en México

3.7. Circulares emitidas por el Banco de México

15/01/2020	Modificaciones a la circular 3/2012 (tasas de referencia)
23/01/2020	Modificaciones a la circular E-126/2013 (límite para la atención de retiros y entregas de monedas de 10 y 20 centavos, durante 2020)
10/03/2020	Circular 2/2020 (interfaces de programación de aplicaciones informáticas estandarizadas a que se refiere el artículo 76 de la Ley para Regular las Instituciones de Tecnología Financiera)



BANCO DE MÉXICO

Mayo 2020

www.banxico.org.mx