



BANCO DE MÉXICO®

Minuta número 78

Reunión de la Junta de Gobierno del Banco de México, con motivo de la
decisión de política monetaria anunciada el 13 de agosto de 2020



1. LUGAR, FECHA Y ASISTENTES

1.1 Lugar: Reunión celebrada por enlaces virtuales.

1.2. Fecha de la sesión de la Junta de Gobierno: 12 de agosto de 2020.

1.3. Asistentes:

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

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

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

Entorno Externo

La mayoría indicó que la economía global, tras las fuertes caídas registradas en marzo y abril, comenzó a mostrar una cierta mejoría en mayo y junio, si bien **uno** señaló que indicadores oportunos de julio apuntan a una moderación en el ritmo de recuperación. **La mayoría atribuyó la recuperación de la economía global a la reapertura parcial de actividades en algunas economías. Algunos** añadieron el impacto de los estímulos fiscales y monetarios. **Uno** consideró que el desempeño reciente de las economías también refleja: i) la dinámica de la pandemia, su tasa de contagio y letalidad; ii) la importancia relativa de los sectores más afectados; iii) la flexibilidad del mercado laboral; iv) las condiciones financieras y la disponibilidad de financiamiento, y v) la solidez del sistema financiero.

Algunos destacaron que la actividad económica aún está lejos de los niveles previos a la pandemia. **Uno** señaló que las mayores afectaciones han sido en las manufacturas, servicios brindados presencialmente

y pequeñas empresas. Respecto del mercado laboral, apuntó que en Estados Unidos la tasa de desempleo aumentó significativamente en abril y mayo, rebasando 14%, y después disminuyó a niveles cercanos a 10%. En contraste, en la zona del euro, Reino Unido y Japón, mostró incrementos moderados y aumentó el uso de programas de conservación de empleo.

La mayoría señaló que se espera una fuerte contracción para este año y un crecimiento moderado en el próximo, aunque estas previsiones están sujetas a una elevada incertidumbre. Uno apuntó que, aun cuando se anticipa que la recuperación se extienda hasta el cierre de este año y durante el siguiente, se prevé que la magnitud de los incrementos secuenciales vaya moderándose. **Otro** destacó que las tasas de contagio entre economías avanzadas presentan marcadas diferencias, lo que introduce incertidumbre en las expectativas de recuperación económica.

Como riesgos para la actividad económica global, la mayoría mencionó una dinámica desfavorable de la pandemia. Al respecto, subrayó el repunte de nuevos casos en varios países. Algunos destacaron la posibilidad de que el retiro de las restricciones a la actividad sea más lento o que estas se reestablezcan. **Uno** mencionó que la heterogeneidad de los resultados en el ámbito sanitario podría menguar el impulso y la sostenibilidad de la recuperación. Agregó el riesgo de que las medidas de estímulo se retiren o atenuen prematuramente. Si bien esto difícilmente aplicaría a la política monetaria, dado el compromiso de los bancos centrales por mantener posturas acomodaticias, señaló que preocupa el caso de las medidas fiscales, especialmente en contextos con espacio disponible limitado y/o politizado.

La mayoría mencionó el riesgo de afectaciones en los mercados financieros. Uno destacó el posible contagio de la crisis al sistema financiero y a la sostenibilidad de las finanzas públicas, dados los máximos históricos de las deudas soberanas y corporativas. **Otro** señaló la posibilidad de aumentos en la morosidad en los créditos a empresas y hogares, si bien en algunas economías los programas de apoyo han moderado este riesgo. Agregó que los bajos precios de las materias primas implican menores ingresos públicos y un deterioro en los términos de intercambio en diversas economías emergentes. Apuntó que, a diferencia de las

economías avanzadas con monedas de reserva, las mayores necesidades de financiamiento del sector público en las emergentes presionarán la disponibilidad de recursos financieros. Finalmente, **algunos** añadieron como riesgos el resurgimiento de conflictos comerciales, así como factores políticos y geopolíticos.

La mayoría mencionó que la inflación general y la subyacente en economías avanzadas se ubican por debajo de los objetivos de sus respectivos bancos centrales. Uno apuntó que esto obedece a que las reducciones en los precios de los servicios han contrarrestado el repunte en los precios de los energéticos. Otro señaló que en Estados Unidos y la zona del euro se observó una recomposición del gasto, con aumentos en los precios de los alimentos y caídas en los de una amplia gama de servicios. Mencionó que, aunque pudiera haber afectaciones de oferta, en esos casos ha dominado la debilidad de la demanda. Señaló que los bancos centrales en estas economías esperan que la inflación se mantenga en niveles bajos por un tiempo prolongado. Agregó que los niveles mínimos en los que se encuentran las tasas de interés de corto, mediano y largo plazos en estas economías, reflejan la expectativa de debilidad de la demanda y sus efectos desinflacionarios.

Algunos notaron que en varias economías emergentes la inflación también permanece en niveles bajos. No obstante, uno apuntó que en algunas de estas economías hay presiones al alza debido a aumentos en los precios de las mercancías alimenticias y de la energía, depreciaciones cambiarias y otros factores idiosincrásicos. En este sentido, consideró que hay heterogeneidad en el comportamiento de la inflación a nivel global.

Ante el entorno descrito, la mayoría destacó que las autoridades monetarias han mantenido posturas acomodaticias. Mencionó que diversos bancos centrales han expresado su disposición a mantener las medidas de relajamiento el tiempo que sea necesario, o incluso a reforzarlas. Algunos destacaron que se anticipa que la Reserva Federal mantenga el rango de la tasa de fondos federales entre 0 y 0.25% por un tiempo prolongado y que, de ser necesario, está dispuesta a incrementar sus programas de compras de activos. Uno agregó que también anunció que extenderá algunas facilidades de crédito y liquidez. Respecto de las economías emergentes, otro destacó que en la mayoría de estas, la tasa de referencia se

encuentra muy cerca o por debajo del último dato de inflación y que en promedio se espera que sus tasas de interés se ubiquen alrededor de 2.5% a finales del año. **Algunos** destacaron también las medidas de estímulo fiscal de diversos países para atenuar los efectos adversos en el empleo y en los ingresos de hogares y empresas. Uno mencionó el acuerdo que, en este sentido, recientemente se alcanzó en la Unión Europea.

La mayoría notó que los mercados financieros globales han mostrado un comportamiento positivo, reflejando los efectos de las medidas fiscales, monetarias y financieras adoptadas en las economías avanzadas y la gradual reapertura de la actividad productiva en dichas economías. Uno añadió que la mejora también se debe a una evolución relativamente favorable de la pandemia, así como a indicadores de recuperación y resultados corporativos mejores que lo anticipado. **Algunos** destacaron el aumento en los índices bursátiles, el incremento en el precio de los metales preciosos y la depreciación del dólar frente a una canasta amplia de divisas. Uno agregó que el dólar incluso se depreció con respecto a monedas de países emergentes. No obstante, **algunos** comentaron que no se han alcanzado las condiciones financieras previas a la pandemia. Uno subrayó que ante los riesgos señalados, pueden observarse nuevos episodios de volatilidad. Añadió que a pesar de la relativa estabilidad que han mostrado los mercados financieros, la experiencia reciente ilustra lo desordenados que pueden ser los ajustes derivados de cambios en el sentimiento de los mercados.

La mayoría destacó que los mercados financieros de economías emergentes también presentaron un comportamiento positivo. Uno comentó que en estas economías, el choque financiero se había agravado por la caída en los precios de materias primas y en otros ingresos del exterior, lo que condujo a reducciones en las calificaciones y perspectivas de riesgo soberano, reforzando de manera pro-cíclica el choque financiero. No obstante, destacó que este choque se ha moderado y se ha contenido la recomposición de portafolios. Otro señaló que ha aumentado el apetito por riesgo hacia activos de renta fija, aunque los mercados de renta variable siguen mostrando salidas. **Algunos** notaron que a pesar de esta mejora, prevalecen condiciones restrictivas y cautela en los mercados. Uno enfatizó que persiste una brecha entre las necesidades de financiamiento del sector público y la demanda por instrumentos de

renta fija. **En suma, la mayoría consideró que las condiciones financieras globales seguirán sujetas principalmente a los efectos de la pandemia y que persiste un entorno de incertidumbre.**

Actividad Económica en México

Respecto de la actividad económica en México, todos destacaron la fuerte contracción ante las afectaciones derivadas de la pandemia. Al respecto, la mayoría subrayó que en el segundo trimestre la estimación oportuna del PIB mostró una caída significativa, de 17.26% con respecto al trimestre previo. Algunos enfatizaron que esta es la reducción más profunda en la historia de este indicador. **Uno** resaltó que la contracción económica ya acumula cinco trimestres consecutivos. **Algunos** precisaron que la actividad registró su contracción más aguda en abril y que tocó fondo en mayo.

Por el lado de la oferta, **algunos** enfatizaron la contracción que han tenido los sectores primario, industrial y de servicios. **Uno** precisó que en abril y mayo, más del 50% de los subsectores tuvieron caídas anuales de más de dos dígitos, cifra superior a la comparable en los dos peores meses de la crisis de 2009 y de 1995. Destacó la disminución de la producción industrial de más de 26% entre marzo y mayo. Señaló que el uso de la capacidad instalada en la industria manufacturera en abril y mayo se redujo en más de 36% y en algunos subsectores en más de 60%. **Otro** señaló que en el segundo trimestre la actividad industrial y los servicios cayeron 23.59% y 14.54%, respectivamente, mientras que el sector primario se contrajo solo 2.48%.

Por el lado de la demanda, la mayoría destacó la debilidad del consumo e inversión. Uno enfatizó las contracciones mensuales de 19.6 y 1.7% que el consumo registró en abril y mayo, respectivamente. **La mayoría apuntó que se prevé que el consumo y la inversión sigan mostrando debilidad, como resultado de la evolución de la pandemia, de los menores ingresos de hogares y de los bajos niveles de confianza. Algunos** agregaron la menor disponibilidad de financiamiento para hogares y empresas, si bien **uno** mencionó que las remesas han crecido, apoyando al gasto interno. **Otro** argumentó que el menor dinamismo del consumo e inversión se debe a que sus determinantes permanecen muy deteriorados. Consideró que conforme han ido avanzando tanto la pandemia como la recuperación económica, comienza a ser

más evidente que la actual crisis dejará secuelas más allá de las generadas por el choque de oferta inicial. **Respecto de la demanda externa, la mayoría señaló que en junio las exportaciones mostraron cierta recuperación, ante la reapertura de la economía estadounidense.** Así, **algunos** enfatizaron que la recuperación de la demanda externa y la producción manufacturera ha sido mayor a la de la demanda interna y los servicios.

La mayoría señaló que diversos indicadores apuntan a una recuperación económica en junio, si bien a partir de niveles bajos. Ello en respuesta a la reapertura de algunos sectores, al relajamiento de las restricciones a la movilidad y a la recuperación de la demanda externa. Algunos destacaron que el repunte más importante se ha observado en el sector industrial con una orientación al exterior, mientras que el crecimiento de los servicios ha mostrado un mayor rezago. **Uno** puntualizó que la producción industrial tuvo un repunte mensual de 17.9% en junio, aunque aún presenta una contracción anual de 17.5%. **Otro** comentó que si bien la información para julio es escasa, los indicadores disponibles continúan mostrando una trayectoria al alza, aunque a partir de una situación muy deprimida. **Uno** apuntó que las ventas de la ANTAD pasaron de tener una contracción anual de 14.8% en junio, a una de 10% en julio.

En relación con el mercado laboral, todos resaltaron el impacto significativo sobre el empleo, si bien algunos señalaron que los datos recientes muestran una ligera recuperación. **Uno** precisó que en el margen esta se ha concentrado en el sector informal. **Algunos** mencionaron que según la Encuesta Telefónica de Ocupación y Empleo del INEGI, entre abril y junio se perdieron 12 millones de empleos de tiempo completo. **Uno** especificó que de estos, alrededor de 7 millones de personas quedaron sin empleo y que el resto se reclasificaron como subempleados. **Otro** puntualizó que el total de trabajadores desocupados, subempleados o no económicamente activos pero disponibles para trabajar, se ubicó en casi 26 millones en junio, frente a los 12 millones registrados en el mismo mes de 2019. **Algunos** destacaron que durante el primer semestre del año se acumuló una pérdida de alrededor de un millón de empleos formales. **Uno** mencionó que, en este contexto, en junio continuó el incremento en los retiros por desempleo de las Afores, alcanzando un máximo histórico.

La mayoría mencionó que la tasa de desocupación abierta se ha incrementado, si bien **algunos** precisaron que el aumento ha sido moderado, ya que un elevado número de personas han salido de la población económicamente activa. **Uno** argumentó que ello obedece a la dificultad de buscar empleo con las políticas de confinamiento. Señaló que al considerar el aumento de 7.3 millones de personas disponibles pero económicamente inactivas, como desempleo encubierto, la tasa de desempleo extendido aumentó de 12% en marzo a 24.9% en junio. Añadió que al incluir a los subempleados en el desempleo extendido, se llega al concepto de brecha laboral, misma que registró en junio una tasa de 40%, el doble de lo observado en marzo, pero debajo del 53% en mayo, lo que indica que ya se tocó fondo. Advirtió que, ante el cierre definitivo de empresas, no queda claro cuándo se repondrán los empleos perdidos.

La mayoría resaltó que las expectativas de crecimiento han seguido deteriorándose. Indicó que para 2020 hay proyecciones de contracciones de hasta dos dígitos. **Uno** puntualizó que, de acuerdo con la encuesta de julio que aplica el Banco de México a especialistas, la contracción prevista para 2020 aumentó de 8.8 a 9.9%, y la expansión esperada para 2021 pasó de 2.8 a 3.0%.

La mayoría destacó la incertidumbre sobre la recuperación económica. Indicó que esta dependerá de los avances en la contención de la epidemia, así como del desarrollo de una vacuna y de un tratamiento eficaz. **Algunos** comentaron que si bien se espera una recuperación debido al relajamiento de las medidas de confinamiento, esta será gradual y prolongada. **Uno** señaló que la actividad económica se mantendrá deprimida por un largo periodo, con una afectación mayor sobre el mercado laboral. Resaltó que, ante una recesión de una magnitud no vista en 88 años, todavía no se vislumbra un patrón de recuperación. Agregó que diversos escenarios sugieren un periodo de entre dos y hasta seis años para que el PIB regrese al nivel observado en 2018.

Entre los riesgos para el crecimiento, **algunos** mencionaron la posibilidad de que se prolonguen las afectaciones en la producción de bienes y servicios y en los ingresos de empresas y hogares. **Uno** agregó que las presiones en los ingresos públicos podrían afectar las perspectivas del riesgo soberano y que problemas de solvencia en hogares y

empresas podrían presionar la estabilidad del sistema financiero. En el ámbito externo, además de los riesgos globales ya descritos, **otro** añadió una recuperación más lenta de lo previsto en las economías avanzadas, en especial en Estados Unidos. **Uno** subrayó que los riesgos mencionados se acentúan en virtud del modesto apoyo de la política fiscal y agregó que ante la posibilidad de un rebrote de casos de COVID-19, no puede descartarse un nuevo episodio de contracción. **Otro** mencionó que el grado de fragilidad de la recuperación es alto si se considera el daño de mediano y largo plazos sobre las empresas y la inversión, misma que ya se encontraba afectada antes del surgimiento de la crisis sanitaria. **La mayoría indicó que el crecimiento se encuentra sujeto a importantes riesgos a la baja.**

La mayoría coincidió en que se prevén mayores condiciones de holgura en el horizonte en que opera la política monetaria. Algunos mencionaron que la holgura en la economía se incrementó de manera significativa debido a las afectaciones derivadas de la pandemia. Agregaron que se alcanzaron mayores niveles de holgura a los registrados en crisis previas, como las de 2008-2009, de 1995 y de principios de los 80. **Uno** detalló que mientras que en el peor mes de 2009 la brecha del producto fue -7%, en abril de 2020 fue cercana a -24%.

Inflación en México

La mayoría mencionó el incremento que registró la inflación general, como resultado de los aumentos en los componentes subyacente y no subyacente. **Algunos** señalaron que, no obstante la marcada debilidad económica, la evolución reciente de la inflación ha sorprendido al alza. Al respecto, **uno** consideró que debe analizarse la dinámica de la inflación, ya que la general y sus componentes han registrado niveles consistentemente por encima de los pronósticos, a pesar de la amplia holgura y la apreciación cambiaria. Agregó que en este contexto se debe reconsiderar la influencia desinflacionaria atribuida al componente cíclico de la actividad económica. Por su parte, **otro** integrante consideró que el incremento de la inflación general de julio no pone en riesgo la estabilidad de precios. Aseveró que el incremento reciente no nos debe distraer de la evolución favorable en varios de sus componentes.

La mayoría señaló que la evolución de la inflación no subyacente ha respondido,

principalmente, al comportamiento de los precios de los energéticos. Destacó que estos han aumentado después de la fuerte caída en marzo y abril, lo que ha contribuido al repunte de la inflación no subyacente. Uno detalló que esto ha ocurrido después de que este componente presentara en abril una variación anual negativa por primera vez desde que se tiene registro. **Otro** sostuvo que a pesar del repunte de los precios de los energéticos, estos se ubican por debajo de su nivel de inicios de año. Agregó que los menores precios de las materias primas, en especial de los combustibles, y su efecto sobre los costos de producción, tienen un efecto favorable sobre la inflación.

Todos mencionaron que al interior de la inflación subyacente se observan efectos en sentidos opuestos, disminuyendo las variaciones anuales de los precios de los servicios y acelerándose las de las mercancías, con elevadas variaciones anuales en los alimentos. La mayoría indicó que los precios de los servicios han reflejado la debilidad de la demanda. Respecto de los precios de las mercancías, destacó que están siendo afectados por choques de oferta y demanda, y por los ajustes cambiarios. Uno consideró que estas afectaciones exacerbaron las presiones inflacionarias de los precios internacionales de los alimentos que se han observado desde el año pasado. Estas presiones al alza en las mercancías representan un reacomodo significativo en los precios relativos ante la desaceleración de los precios de los servicios. **Otro** señaló que las presiones, que inicialmente se concentraron en las mercancías alimenticias, se han extendido a las no alimenticias y consideró preocupante que la inflación subyacente esté mostrando una trayectoria mayor a la prevista, enfatizando que en julio se ubicó en su nivel más elevado en 13 meses.

Algunos mencionaron que el incremento en los precios de las mercancías alimenticias puede obedecer a un cambio en los patrones de consumo como resultado de la pandemia. **Uno** consideró que si bien podrían estar presionando al alza a los precios de estas mercancías, las interrupciones de las cadenas de suministro son transitorias y la depreciación cambiaria solo podría explicar una parte del incremento en precios. Argumentó que estos aumentos también pueden obedecer a la existencia de empresas con poder de mercado, las cuales al enfrentar una mayor demanda pueden

incrementar sus precios y márgenes de ganancia. Consideró que ello también podría explicar por qué en México se observa una inflación mayor que en otros países, cuyas monedas se han depreciado en igual o mayor magnitud. Agregó que estos factores actúan por el lado de la oferta y no implican choques sostenidos sobre los precios, por lo que la política monetaria puede hacer poco para contenerlos. Añadió que una débil demanda también está ejerciendo presión a la baja sobre los precios de algunas mercancías, como ropa y calzado, que incluso han registrado una deflación.

La mayoría mencionó que los ajustes recientes en la inflación propiciaron un aumento en las expectativas de la inflación general para el cierre de 2020, mientras que las de largo plazo se han mantenido en niveles superiores a la meta de 3%. Uno notó que después de abril, las expectativas para el cierre de 2020 se han situado por arriba del objetivo del Banco Central. **Otro** resaltó el contraste entre la mediana de las expectativas de los analistas para 2021 y las proyecciones del Banco Central. Agregó que las expectativas de largo plazo se han arraigado más firmemente por encima de la meta, dada la cada vez menor dispersión alrededor de 3.5% para el caso de la general y el incremento durante este año de las expectativas del componente subyacente, hasta ubicarse prácticamente en 3.5%. Consideró que la perspectiva de una inflación relativamente elevada hasta el segundo trimestre de 2021 puede hacer más difícil la reducción de las expectativas de inflación. **Otro** sostuvo que la lectura general de los distintos instrumentos que sirven para medir las expectativas es que estas se encuentran contenidas a pesar del incremento reciente de la inflación. Añadió que las expectativas extraídas de instrumentos de mercado se ubican en 3.2% para el promedio de uno a diez años.

Respecto de la trayectoria futura de la inflación, **uno** notó que el escenario central para la inflación en el corto plazo refleja los efectos de algunos ajustes de precios que se han presentado recientemente. Señaló que estos han propiciado aumentos en la inflación subyacente y que en el caso de la no subyacente se prevén algunos efectos de base de comparación en los energéticos. No obstante, puntualizó que en el horizonte de pronóstico de 12 a 24 meses se prevé que la inflación general y la subyacente se ubiquen alrededor de 3%. **Otro** afirmó que es previsible que los choques de oferta se disipen con el tiempo y que, ante la perspectiva de

una muy elevada brecha negativa del producto, parece razonable anticipar que la inflación converja a la meta durante la segunda mitad de 2021. **Uno** consideró que la reciente alza en la inflación no implica una preocupación mayor para la inflación hacia adelante. Mencionó que los datos de la segunda quincena de julio son consistentes con esta perspectiva ya que muestran signos de estabilización de los precios de los energéticos y, en el margen, de las mercancías alimenticias. **Otro** aseveró que la dinámica al interior de los componentes de la inflación ha propiciado un ajuste al alza de los pronósticos. Consideró que el riesgo de que la inflación no converja a la meta durante el horizonte de pronóstico ha aumentado y que las desviaciones cada vez parecen menos atribuibles a factores transitorios. Además destacó que estas desviaciones tienen un impacto regresivo ya que afectan mayormente a los deciles de menores ingresos.

Uno indicó que el comportamiento de la inflación reflejará los efectos de los ajustes de precios relativos que se están presentando y los de la profunda debilidad de la demanda agregada, tanto global como nacional. Mencionó que en otras economías también se han presentado estos factores, si bien en la mayoría han dominado los efectos de la debilidad de la demanda. Indicó que, en contraste con lo que ha sucedido en México, en las economías avanzadas y en una amplia muestra de emergentes las inflaciones general y subyacente se ubican en niveles claramente inferiores a su meta. Destacó que en dichas economías tanto las brechas de inflación como las del producto apuntan en la misma dirección.

En lo referente a los riesgos para la inflación, a la baja **algunos** mencionaron un efecto mayor de la brecha negativa del producto. Respecto de los riesgos al alza, **algunos** indicaron la posibilidad de episodios adicionales de depreciación cambiaria. **Uno** apuntó que esto podría darse por factores internos y/o externos. **Algunos** destacaron el riesgo de desanclaje de las expectativas de inflación. **Uno** señaló que de persistir las revisiones al alza de las expectativas de corto plazo, estas podrían afectar a las de largo plazo, las cuales se mantienen por encima de la meta. **Otro** agregó que no pueden descartarse afectaciones adicionales por el lado de la oferta. **Uno** consideró que existe el riesgo de que persistan las presiones al alza en las mercancías alimenticias y que no sean contrarrestadas por las disminuciones en otros precios generadas por la

holgura económica. Indicó que, de igual forma, la trayectoria descendente que registró la inflación el año pasado puede presionar actualmente los precios al alza por un efecto de base de comparación. **Otro** aseveró que los riesgos se encuentran acotados debido a que: i) el deterioro de la demanda agregada es de una magnitud sin precedentes y persistirá por un número indeterminado de trimestres; ii) el tipo de cambio ha permanecido relativamente estable por casi tres meses consecutivos, y iii) las perspectivas para los mercados financieros, aunque todavía inciertas, son mejores que durante los peores momentos de la pandemia. Indicó que por lo anterior no se anticipan mayores presiones inflacionarias asociadas a estos factores. Agregó que se prevé que los precios de los combustibles se mantengan en un nivel inferior al registrado a principios del año en línea con sus referencias internacionales, lo que continuará ejerciendo presión a la baja sobre el resto de los precios de bienes y servicios mediante su impacto en los costos de producción. **En este contexto, la mayoría coincidió en que el balance de riesgos para la inflación se mantiene incierto.**

Entorno Macrofinanciero

La mayoría mencionó que los mercados financieros han presentado un comportamiento relativamente estable como resultado de una menor aversión al riesgo global y de las medidas adoptadas por el Banco de México. Destacó la estabilidad que ha mostrado el peso mexicano y las reducciones de las tasas de interés a lo largo de la curva de rendimientos. Algunos agregaron que el riesgo soberano continuó disminuyendo de manera moderada y que el mercado bursátil tuvo un ligero ajuste a la baja. **Algunos** apuntaron que las salidas de inversionistas extranjeros se han aminorado.

No obstante, **algunos** destacaron que a pesar de la mejora, aún no se regresa a una situación de normalidad. **Uno** subrayó que persisten elementos que llaman a la cautela. Entre estos, que las condiciones de operación siguen deterioradas, que el saldo negativo de la posición cambiaria neta siguió ampliándose y que los flujos de salida en instrumentos de renta fija acumulan en el año más de 15 mil millones de dólares, cifra que destaca entre los países emergentes. **Otro** comentó que el peso mexicano puede estar sujeto a presiones en los próximos meses debido a factores idiosincrásicos, incluyendo la situación de Pemex, este y otros desafíos para las finanzas públicas y las

implicaciones para la calificación soberana, así como por un entorno externo difícil, caracterizado entre otros riesgos por las elecciones en Estados Unidos. **Uno** mencionó que el país enfrenta un sentimiento de aversión al riesgo debido a este proceso electoral, así como a tensiones comerciales y conflictos geopolíticos. **Otro** señaló que las perspectivas de crecimiento económico son un determinante importante de los mercados financieros, por lo que es necesario que mejoren para que los mercados tengan un comportamiento más favorable. **Uno** agregó que ante un entorno complejo se requiere una postura macroeconómica sólida y sostenible en el tiempo, que contribuya a un ajuste ordenado de los mercados financieros y de la economía en su conjunto. Ello en un marco que mantenga la sostenibilidad de las finanzas públicas, una inflación baja y estable y un sistema financiero sólido y bien capitalizado.

Algunos señalaron que la situación de las finanzas públicas constituye un factor de riesgo. Destacaron que se espera que se deterioren y que aumente la razón deuda pública a PIB. **Uno** comentó que ello ocurriría por los faltantes de ingresos presupuestales que, aun considerando el uso de recursos extraordinarios, como las coberturas petroleras y los recursos del FEIP, podrían llevar a los Requerimientos Financieros del Sector Público a niveles de entre 5 y 6% del PIB. **Otro** agregó que se estima que los principales indicadores fiscales serán más desfavorables de lo que las autoridades reportaron en su último informe.

La mayoría externó preocupación por la situación de Pemex. **Uno** enfatizó que además del deterioro operacional que sufre la empresa, esta enfrentará fuertes vencimientos que probablemente demandarán mayor apoyo fiscal. Así, **algunos** destacaron el riesgo de una reducción en la calificación de la deuda soberana y de Pemex. **Uno** puntualizó que, según una encuesta reciente de un banco de inversión, la mayoría de los inversionistas encuestados estima que en 2021 o 2022 se perdería el grado de inversión. Resaltó que la situación de Pemex y de las finanzas públicas es el principal factor explicativo. Al respecto, apuntó que a las dificultades que ya se observaban, ahora se suma el impacto de la pandemia y que, de no actuarse oportunamente, los costos probablemente se materializarán con relativa rapidez, en virtud de la tendencia de los mercados de anticipar su reacción a este tipo de eventos. **Otro** destacó que la posibilidad de pérdida del grado de inversión ya se

ha traducido en un apretamiento en las condiciones financieras pero que en caso de materializarse, habría un aumento adicional en el costo de financiamiento.

La mayoría notó que el impacto de la pandemia ya se está reflejando en el financiamiento a empresas y hogares. **Algunos** mencionaron que han aumentado los índices de morosidad de ciertos segmentos de la cartera crediticia bancaria y no bancaria, si bien **uno** consideró que las medidas implementadas por el Banco de México han contribuido a absorber adecuadamente el choque. **Otro** apuntó que la tasa de variación real anual del financiamiento ha venido decreciendo y que en junio incluso fue negativa. Agregó que los nuevos créditos en tarjetas, para la compra de automóviles y de nómina, han disminuido fuertemente y que el crédito bancario a empresas de menor tamaño se redujo en más de 10 mil millones de pesos durante la primera mitad del año. Subrayó la reducción de los nuevos créditos a empresas de menos de 100 empleados. Asimismo, destacó que las condiciones de otorgamiento ahora son más estrictas y que diferenciales de tasas de interés han aumentado, especialmente para las Pymes.

Algunos apuntaron que la propuesta de reforma al sistema de pensiones tiene elementos positivos para los mercados financieros y en general para la economía mexicana. **Uno** consideró que dicho anuncio contribuye a retirar un factor de incertidumbre que pesaba sobre los mercados y manda una señal correcta en el sentido de que la reasignación de la contribución gubernamental hacia los trabajadores de menores ingresos permitirá incrementar el valor percibido y real de un gran número de empleos formales, sin que ello incremente los costos para las empresas. Sostuvo que por ello la reforma contribuirá a promover la formalidad laboral.

Algunos mencionaron la presencia de un entorno de políticas públicas poco propicio para estimular la inversión privada y la ausencia de una política fiscal contra-cíclica para apoyar al sector productivo. **Uno** alertó que lo anterior no solamente priva de este soporte a la recuperación, sino que también incrementa la posibilidad de daños más duraderos al aparato productivo. Señaló que las implicaciones para el crecimiento potencial pueden ser considerables, sobre todo al tomar en cuenta la contracción de la inversión, que cayó 16% de julio de 2018 a marzo de este año y 32% adicional en los

siguientes dos meses, y la necesidad de poner en marcha un conjunto de acciones enfocadas en incrementar la productividad.

Política Monetaria

Considerando los riesgos mencionados para la inflación, la actividad económica y los mercados financieros, y con base en los escenarios previstos, y el espacio que en balance otorgan a la política monetaria, la mayoría coincidió en disminuir en 50 puntos base el objetivo para la Tasa de Interés Interbancaria a un día a un nivel de 4.5%. Uno votó por disminuir dicho objetivo a un nivel de 4.75%.

Un miembro comentó que los retos que enfrenta la política monetaria tienen dos dimensiones: por un lado, la profunda contracción económica y sus efectos sobre la inflación y, por otro, las repercusiones del choque financiero global. Agregó que para lograr un ajuste ordenado de la economía, así como una inflación baja y estable, es necesario propiciar el buen funcionamiento en los mercados financieros nacionales, especialmente el cambiario y el de renta fija, evitando ajustes de portafolio abruptos y flujos de salida de capital. Indicó que esto brinda mayor margen de maniobra, ya que el choque financiero opera en un horizonte de menor plazo que el choque sobre la actividad económica. En este contexto, señaló que es necesario identificar los retos y disyuntivas que enfrenta la política monetaria, incorporando toda la información disponible y considerando un amplio rango de escenarios.

Otro consideró importante que la política monetaria continúe con su ciclo de relajamiento sin descartar la posibilidad de alcanzar una tasa de interés real cercana a cero o incluso negativa. Recordó que en la crisis financiera de 2008-2009 también se presentaron un choque real y uno financiero, y que a pesar de un incremento de la inflación esperada por encima de 4%, la Junta de Gobierno emprendió un ciclo de relajamiento monetario que en menos de 10 meses llevó la tasa de interés real a niveles negativos. Comentó que la postura acomodaticia se mantuvo y se profundizó durante los siguientes años, lo que permitió la recuperación de la economía, al tiempo que los mercados financieros se vieron favorecidos por las mejores perspectivas económicas, por lo que el tipo de cambio se apreció y se produjo una disminución sostenida en las expectativas de inflación. Señaló que la magnitud de la brecha estimada actualmente sugiere que la afectación a esta es más del doble de la que se vivió

en 2008-2009. Argumentó que esto refleja la necesidad de una tasa de interés real que contribuya a mejorar las perspectivas de recuperación económica en el futuro cercano y que al mismo tiempo sea compatible con la estabilidad de precios. También consideró que la economía se beneficiaría de una política monetaria menos restrictiva, sin que ello implique poner en riesgo la estabilidad de precios. Señaló que, por el contrario, la flexibilización monetaria que hasta ahora ha implementado el Banco de México ha repercutido favorablemente sobre los mercados financieros, pues el tipo de cambio ha recuperado terreno y se ha mantenido relativamente estable en el último trimestre. Argumentó que una menor tasa de interés incidiría positivamente sobre el financiamiento, lo que podría hacer la diferencia entre el cierre o la subsistencia de algunas empresas. Apuntó que si bien el riesgo crediticio de las empresas ha aumentado, ello implica que se debe reducir aún más la tasa libre de riesgo para evitar un incremento de sus costos financieros. Comentó que no considera que una postura más acomodaticia pudiera generar mayor inflación o inestabilidad financiera. Opinó que una postura más acomodaticia puede terminar siendo favorable para los mercados financieros en la medida en que afecte positivamente las perspectivas económicas.

Uno subrayó que el tema del punto terminal del ciclo de relajación ha cobrado relevancia, en especial ante la posibilidad de que la tasa permanezca en dicho nivel por un periodo prolongado. Añadió que la crisis económico-social demanda seguir firmemente con el ciclo acomodaticio para estimular a la economía. Sin embargo, la velocidad de aproximación al piso del ciclo es clave para evitar reversiones prematuras e indeseables en la política monetaria, lo cual podría darse ante la materialización de algunos de los riesgos existentes. En este sentido, la tasa terminal de referencia y su trayectoria se tendrán que seguir resolviendo de acuerdo a la información que la coyuntura provea. Señaló que es importante evitar reversiones prematuras e indeseables en la política monetaria, lo cual podría darse ante la materialización de alguno de los riesgos existentes. Agregó que la mayoría de los analistas anticipa que el piso de la tasa se ubique entre 3% y 4.5%, lo que sugiere que el mercado anticipa que el ciclo de relajamiento todavía no va a concluir. Argumentó que esto se sustenta en el buen comportamiento de la inflación, la estabilidad de los mercados financieros y la expectativa de un largo periodo en que la economía se mantendrá deprimida. Señaló

que la postura monetaria relativa mantiene cierto espacio, pero más acotado por los riesgos en los mercados internacionales. Apuntó que pueden presentarse presiones sobre el peso y volatilidad, debido a que el diferencial de tasas a tres meses ajustado por la volatilidad cambiaria ya se encuentra en el rango promedio del complejo emergente, y al mayor uso del peso como cobertura. Agregó que un menor rendimiento también incentiva la salida de capitales. Señaló que en relación con la postura monetaria absoluta, la brecha existente entre la tasa neutral y la de referencia, indica que hay mayor espacio para mantener una política expansiva. Esto debido a ciertas presiones a la baja en la tasa neutral derivadas de causas estructurales y coyunturales, algunas de estas relacionadas con la pandemia. Argumentó que la política monetaria en el corto plazo debe contrarrestar los efectos de la pandemia sobre la actividad y el empleo, pero siempre con la mira de estabilizar las expectativas inflacionarias. Expresó que la defensa más efectiva para las clases que menos tienen es proteger su poder adquisitivo y mitigar la afectación del empleo. Enfatizó que es necesario asegurar que la inflación se mantenga en trayectoria de convergencia a la meta y que cedan las presiones inflacionarias de corto plazo. Resaltó que de lo contrario será necesario reflexionar más a fondo sobre los alcances del actual ciclo de baja y su velocidad.

Un miembro argumentó que el comportamiento de las expectativas de inflación plantea un reto para la credibilidad de la meta de inflación y para la política monetaria. Agregó que esta problemática podría ser resultado de la exposición de la economía a choques externos y la implementación de políticas internas, incluso en ámbitos distintos al monetario. Indicó que los riesgos que conllevan disminuciones adicionales de la tasa de interés se han acentuado, debido a las persistentes presiones inflacionarias y a las potenciales implicaciones de un menor diferencial de tasas de interés en una economía muy abierta a flujos de capital que opera con una moneda con alta liquidez global. Sobre este punto, aseveró que para comparar la tasa de referencia en México con las de otras economías emergentes, se tienen que considerar las tasas ajustadas por el riesgo cambiario. Argumentó que en ausencia de flujos de capital que lo justifiquen, determinar la tasa de referencia en México en función del nivel de esta en otras economías emergentes, sería tratar de definir la política monetaria de un país a partir del desempeño inflacionario de otro. Agregó que la postura monetaria en México ha desempeñado un

papel central para contener incrementos de las tasas de interés de largo plazo. Subrayó que estas son más bajas en México que en diversas economías emergentes con tasas de referencia menores. Por otra parte, apuntó que la reducción de la tasa de referencia a un nivel de 4.5% la ubicaría por debajo del rango estimado para la tasa neutral; si bien esta seguramente está siendo afectada al alza por el menor acceso a financiamiento externo y el incremento de la incertidumbre, y a la baja por la probable disminución del crecimiento potencial. Comentó que aunque bajo estas circunstancias es difícil hacer una evaluación precisa de la postura de política monetaria con base en este indicador, la información disponible sugiere que se ubica en terreno expansivo. Consideró que con una tasa de referencia de 4.5%, los márgenes para reducciones adicionales de la misma, de existir, se estrecharían significativamente. Indicó que, en virtud de lo anterior, la política monetaria deberá ser aún más cautelosa en los próximos meses y, si la información disponible sugiere que existe espacio para un relajamiento adicional, es de esperarse que los ajustes sean más graduales a lo observado en meses recientes. Destacó que el enfoque cauteloso en la implementación de la política monetaria adoptado por el Instituto Central ha funcionado de manera satisfactoria.

Otro miembro indicó que el Banco de México tomó un papel proactivo, respondiendo de manera oportuna y contundente ante los enormes retos que la pandemia imponía para el cumplimiento de sus finalidades y de su objetivo prioritario. Destacó que en marzo el ritmo de relajamiento monetario se aceleró. Al respecto, resaltó dos consideraciones. Primero, dada la naturaleza del choque, la prioridad era garantizar la liquidez y el buen funcionamiento de los mercados. Para ello se anunciaron medidas extraordinarias que debían acompañarse de un relajamiento monetario más rápido, reconociendo que este por sí mismo sería insuficiente para contrarrestar el desplome de la actividad económica. Segundo, existía una gran incertidumbre sobre la evolución de la inflación, dada la presencia de fuerzas que operaban en sentido contrario. Por ello, se actuó con cautela, siguiendo un enfoque gradual, con el fin de incorporar oportunamente la información disponible y garantizar la convergencia de la inflación a su objetivo en el horizonte en que opera la política monetaria. No obstante, argumentó que el panorama ha cambiado significativamente, con una evolución favorable de los mercados financieros y un aparente punto de inflexión de la

actividad económica. En este contexto, consideró que el espacio para continuar con el relajamiento monetario se ha reducido debido al mayor riesgo de que la inflación no converja a la meta durante el horizonte en el que opera la política monetaria y a la mayor sensibilidad que han mostrado los flujos hacia títulos de renta fija en México, frente a otras economías emergentes. Ello a pesar de mantener una posición monetaria absoluta y relativa menos laxa. Sostuvo que debe seguirse una estrategia que permita ajustar la política monetaria conforme se cuente con más información y que se debe transmitir el mensaje de que el Banco Central no encuentra aceptables la trayectoria ni los niveles de inflación que se observan, ello con el propósito de propiciar una convergencia de las expectativas de inflación a niveles congruentes con la meta de 3%.

La mayoría argumentó que se requiere de medidas de acompañamiento, como programas de garantía, para un mejor funcionamiento de las medidas extraordinarias adoptadas por el Instituto Central. Uno mencionó que es necesario mantener la disponibilidad de financiamiento a empresas y hogares, por lo que el Banco de México ha ajustado las medidas y facilidades anunciadas. Otro señaló que el Banco de México ha adoptado una serie de medidas orientadas a proveer de liquidez y a tratar de evitar la ocurrencia de una contracción crediticia y destacó los programas de garantías de la banca de desarrollo. Indicó que es importante que la banca comercial también ponga de su parte para que las facilidades anunciadas por el Banco Central logren plenamente sus objetivos. Sostuvo que la solidez de la recuperación dependerá en forma importante de lo que haga o deje de hacer la banca comercial y enfatizó que esta debe ser parte de la solución y no parte del problema. Uno agregó que es necesario profundizar la instrumentación y eficacia de las medidas adicionales del Banco de México. Señaló que debe garantizarse que estas facilidades funcionen mejor al ampliar la liquidez y proveer mayor crédito a un menor costo. Una postura monetaria más laxa hará más efectiva la instrumentación de estas medidas y a la par se reducirá la carga financiera de las empresas. Otro indicó que la debilidad del crédito bancario subraya la necesidad de complementar las acciones monetarias y de provisión de financiamiento implementadas por el Banco de México con garantías al crédito a sectores prioritarios. También opinó que aunque el sistema financiero en su conjunto mantiene una posición sólida, es necesario

asegurar una capacidad de respuesta adecuada de las autoridades financieras a los potenciales retos.

3. DECISIÓN DE POLÍTICA MONETARIA

Considerando los riesgos mencionados para la inflación, la actividad económica y los mercados financieros, se plantean retos importantes para la política monetaria y la economía en general. Con base en los escenarios previstos, y considerando el espacio que en balance otorgan a la política monetaria, con la presencia de todos sus miembros, en esta ocasión la Junta de Gobierno decidió por mayoría disminuir en 50 puntos base el objetivo para la Tasa de Interés Interbancaria a un día a un nivel de 4.5%. Un miembro votó por disminuir dicho objetivo a un nivel de 4.75%. Hacia delante el espacio disponible dependerá de la evolución de los factores que inciden sobre las perspectivas de inflación y sus expectativas, incluyendo los efectos que en ambas pudiera tener la pandemia.

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

4. VOTACIÓN

Alejandro Díaz de León Carrillo, Gerardo Esquivel Hernández, Javier Eduardo Guzmán Calafell y Jonathan Ernest Heath Constable votaron a favor de reducir el objetivo para la Tasa de Interés Interbancaria a un día en 50 puntos base a un nivel de 4.5%.

Irene Espinosa Cantellano votó a favor de reducir el objetivo para la Tasa de Interés Interbancaria a un día en 25 puntos base a un nivel de 4.75%.

5. OPINIONES/VOTOS DISIDENTES

Voto. Irene Espinosa Cantellano

A partir de marzo anunciamos medidas para proveer liquidez y complementariamente aceleramos el ritmo de relajamiento de la política monetaria para enfrentar los choques provocados por la pandemia. Desde entonces los mercados financieros han evolucionado favorablemente y la actividad económica parece haber cruzado un punto de inflexión. Sin embargo, la inflación persiste por encima del objetivo, continúa al alza, ha rebasado recientemente los pronósticos de corto plazo y sus

expectativas se han incrementado. Este comportamiento, en medio de la más severa recesión histórica, sugiere que debemos reconsiderar la influencia desinflacionaria atribuida al componente cíclico de la actividad económica. Adicionalmente, a pesar de la posición monetaria relativa, los flujos de salida de inversionistas extranjeros han destacado en comparación con otras economías emergentes. Ello apunta a un menor espacio para el relajamiento monetario, por lo que debemos ajustar el ritmo para reforzar la convergencia de la inflación y sus expectativas a la meta de 3%.

ANEXO

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

A.1. Condiciones externas

A.1.1. Actividad económica mundial

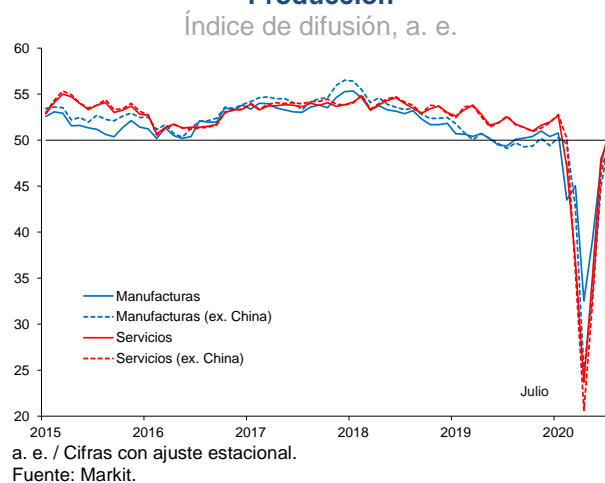
La información disponible indica que la economía global, tras las fuertes caídas registradas en marzo y abril, comenzó a mostrar una cierta mejoría en mayo y junio. Los índices de gerentes de compras, tanto del sector de servicios como del manufacturero, apuntan a que dicha recuperación continuó en el mes de julio (Gráfica 1). En general, el repunte de la actividad económica ha estado impulsado por el gradual relajamiento de las medidas de confinamiento y los significativos estímulos fiscales, monetarios y financieros implementados por las economías de importancia sistémica. No obstante, se observa heterogeneidad entre países en función de la evolución de la pandemia, las medidas para contenerla y las políticas de estímulo implementadas. Por su parte, si bien la inflación subyacente continuó disminuyendo en junio, en varias economías avanzadas y emergentes la inflación general registró un ligero incremento como reflejo de mayores precios de los energéticos y alimentos. No obstante, en las economías avanzadas la inflación general y la subyacente se ubican por debajo de los objetivos de sus respectivos bancos centrales.

En este contexto, las autoridades monetarias han mantenido las tasas de interés en niveles históricamente bajos y han continuado utilizando su balance para propiciar un funcionamiento ordenado de los mercados financieros. Asimismo, diversos países han anunciado medidas de estímulo fiscal adicionales para atenuar los efectos adversos de la pandemia en el empleo y en los ingresos de hogares y empresas. Las medidas de estímulo monetario, fiscal y financiero adoptadas en las economías avanzadas, aunado a la gradual reapertura de la actividad productiva en algunas de estas economías y a los avances respecto del desarrollo de una vacuna contra el COVID-19, ha favorecido un comportamiento positivo de los mercados

financieros, si bien estos aún no han alcanzado los niveles previos a la pandemia y han seguido registrando ciertos periodos de volatilidad asociados, principalmente, a incrementos en nuevos casos de contagios en algunas de las principales economías.

En este entorno, las expectativas de crecimiento para la economía mundial de organismos multilaterales y analistas anticipan una fuerte contracción en este año, seguida de un crecimiento moderado en el próximo año, apoyado por condiciones financieras favorables, una política monetaria acomodaticia y una postura fiscal expansionista. Sin embargo, dichas previsiones están sujetas a un alto grado de incertidumbre sobre el ritmo y fortaleza de la recuperación ante el posible endurecimiento de medidas de confinamiento derivado del repunte en el número de nuevos contagios en algunos países y la posibilidad de que la pandemia tenga efectos de largo plazo sobre la oferta y demanda globales.

Gráfica 1
Global: Índice de Gerentes de Compras:
Producción



En Estados Unidos, en el segundo trimestre del año el PIB se contrajo a una tasa trimestral anualizada y ajustada por estacionalidad de 32.9%, después de caer 5% en el primero (Gráfica 2). Esta caída estuvo explicada por una fuerte contracción del consumo privado ante el cierre de establecimientos considerados como no esenciales como parte de las medidas de confinamiento. Cabe destacar que la contracción del consumo privado reflejó principalmente el decremento del consumo en servicios, toda vez que el deterioro que registró el rubro de bienes fue más moderado. A lo anterior se

sumó la caída de la inversión, tanto residencial como de los negocios, como resultado de la mayor incertidumbre sobre las perspectivas económicas y de la menor actividad en diversos sectores productivos. Las exportaciones netas tuvieron una contribución positiva en el crecimiento del PIB como resultado en gran medida del deterioro de las importaciones. Por su parte, el gasto del gobierno tuvo una contribución positiva ante el fuerte incremento que registró el gasto público federal, si bien este último fue parcialmente contrarrestado por una caída en el gasto de los gobiernos estatales y locales.

Algunos indicadores, como las ventas al menudeo, los pedidos de bienes de capital y los inicios de nuevas casas, luego de mostrar un fuerte deterioro en abril, comenzaron a exhibir una recuperación a partir de mayo, si bien aún se ubican por debajo de los niveles observados antes de la pandemia. No obstante, algunos indicadores oportunos del gasto de los consumidores apuntan a cierto debilitamiento en julio. En cuanto a esto último, uno de los principales riesgos que enfrenta esta economía es que la recuperación que inició en mayo pudiera verse interrumpida ante la posibilidad de que vuelvan a adoptarse medidas de confinamiento de manera generalizada, en respuesta al repunte en nuevos casos de COVID-19 en ese país. Otro factor de riesgo importante es la incertidumbre sobre la implementación del paquete de estímulo fiscal anunciado por el presidente de Estados Unidos a principios de agosto.

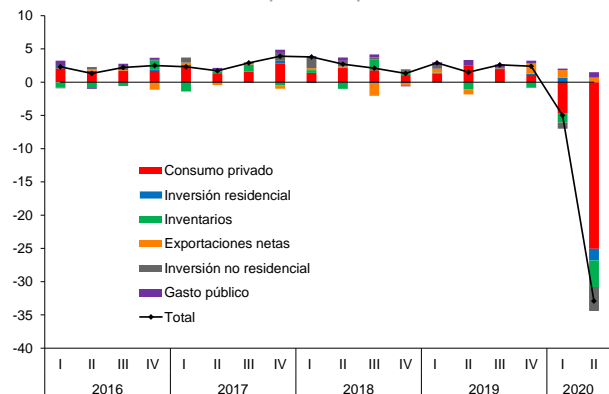
En cuanto a la producción industrial, esta continuó recuperándose, al registrar un crecimiento de 5.4% a tasa mensual en junio, luego de expandirse 1.4% en el mes previo. Dicho avance estuvo apoyado principalmente por el repunte del sector manufacturero y, en menor medida, por el rubro de generación de gas y electricidad. En particular, la producción manufacturera siguió mostrando una recuperación ante el restablecimiento de actividades de algunos de sus principales sectores, sobresaliendo el automotriz. En este contexto, algunos indicadores disponibles a julio, como el índice del sector manufacturero (PMI), sugieren que continuará la recuperación de dicho sector.

No obstante la gradual recuperación que comenzó en mayo, el mercado laboral ha seguido mostrando señales de debilidad. En particular, la tasa de desempleo, a pesar de haber disminuido de 13.3% en mayo a 10.2% en julio, continúa situándose muy por encima de los niveles previos a la pandemia. A su vez, la nómina no agrícola continuó la

recuperación gradual que inició en mayo, al generarse 6.6 millones de empleos entre junio y julio, luego de la contracción de marzo y abril, si bien el ritmo de recuperación se moderó en el último mes. Asimismo, las solicitudes iniciales y vigentes del seguro de desempleo aún se ubican en niveles elevados.

Gráfica 2 EUA: PIB Real y Componentes

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



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

En la zona del euro, luego de que el PIB se contrajera 13.6% a tasa trimestral anualizada y ajustada por estacionalidad en el primer trimestre del año, en el segundo este disminuyó 40.3%. Si bien la mayoría de los indicadores de demanda y de producción mostraron una recuperación en mayo y junio, otros indicadores disponibles a julio, como la confianza de los consumidores, reflejaron cierta debilidad. En este contexto, la tasa de desempleo aumentó moderadamente, de 7.7% en mayo a 7.8% en junio, en gran parte como resultado de la implementación de diversos programas de retención de personal, así como de una menor participación laboral en varios de los países de la región.

En el Reino Unido, el PIB acentuó significativamente su debilidad en el segundo trimestre, al caer 59.8% a tasa trimestral anualizada y ajustada por estacionalidad, después de haberse contraído 8.5% durante el primero. Dicho deterioro se explicó principalmente por la fuerte contracción del consumo de los hogares, de la inversión de los negocios y, en menor medida, del gasto público. No obstante, cifras más oportunas muestran que la actividad económica mejoró gradualmente a partir de mayo ante el levantamiento de las medidas de distanciamiento social, reflejándose en un repunte de la producción industrial, de la construcción y de algunos servicios, especialmente aquellos relacionados con comercio

al menudeo, restaurantes y entretenimiento. Además, los índices de gerentes de compras siguieron exhibiendo una recuperación en julio, tanto en el sector manufacturero, como en el de servicios.

En Japón, los indicadores disponibles sugieren que el deterioro de la actividad económica observado durante el primer trimestre se extendió al segundo. No obstante, las cifras disponibles a partir de mayo de ventas al menudeo y de sentimiento de los consumidores apuntan a un repunte del consumo ante el levantamiento de las medidas de confinamiento. Entre los principales factores externos que han afectado a la economía japonesa destacan la debilidad del comercio mundial y las restricciones al turismo. En cuanto a los factores domésticos, el relajamiento gradual de las medidas de confinamiento a partir de mayo se reflejó en una mejoría en el sentimiento de los consumidores en julio, lo que podría impulsar el consumo interno. Por el lado de la producción, la actividad industrial mostró una ligera mejoría en junio, si bien se mantiene por debajo de los niveles previos a la pandemia. Adicionalmente, no obstante la recuperación de los índices de gerentes de compras, tanto del sector de servicios como del manufacturero, estos permanecen en terreno de contracción, por lo que persiste la incertidumbre sobre el ritmo de recuperación económica en ese país.

En las economías emergentes, las condiciones económicas han variado considerablemente en función de la propagación de la pandemia, de la efectividad de las medidas para contenerla y de los estímulos económicos implementados. En China, la actividad económica ha seguido recuperándose. En particular, el PIB creció a una tasa anual de 3.2% en el segundo trimestre, luego de haberse contraído 6.8% en el primero, si bien indicadores más oportunos sugieren que el ritmo de la recuperación de la actividad mostró una cierta moderación recientemente. Por su parte, la mayoría de las economías de América Latina siguieron siendo afectadas de manera importante por las medidas de confinamiento y las restricciones a la actividad productiva implementadas para contener la pandemia, toda vez que esta continúa propagándose de forma acelerada en varios países de la región.

Los precios internacionales de las materias primas registraron, en general, un comportamiento al alza desde la última decisión de política monetaria del Banco de México, recuperando parcialmente las pérdidas que se presentaron ante la pandemia. En

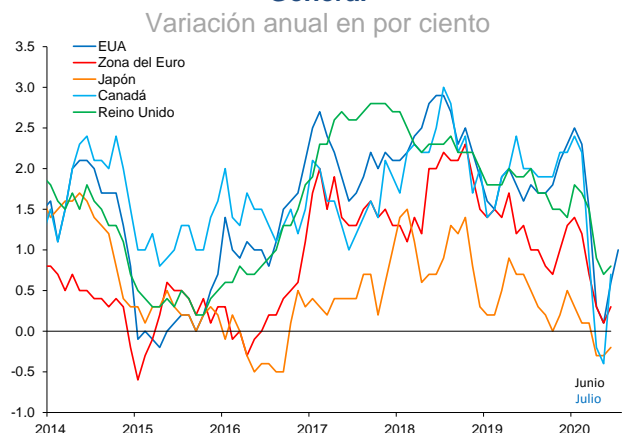
particular, los precios del petróleo se han visto apoyados por los recortes a la producción por parte de la OPEP y otros productores y por la paulatina recuperación de la demanda. Esto último, como resultado de la gradual reactivación de la actividad económica mundial, si bien las preocupaciones de que un repunte en los contagios en diversos países resulte en una moderación de la recuperación del crecimiento mundial han mantenido acotados los incrementos en estos precios. Por su parte, en las últimas semanas los precios de los metales industriales han continuado incrementándose debido a la reactivación gradual de la producción industrial a nivel global y al repunte de la actividad económica en China. Asimismo, los precios de algunos metales preciosos, como el oro y la plata, alcanzaron niveles máximos históricos como resultado de su estatus como activos de refugio y el entorno de bajas tasas de interés prevalecientes en las principales economías avanzadas, de elevada incertidumbre sobre la recuperación económica mundial y de debilidad del dólar. Finalmente, los precios de los granos han experimentado una elevada volatilidad ante la incertidumbre sobre las perspectivas de oferta y demanda global de granos.

A.1.2. Política monetaria y mercados financieros internacionales

En la mayoría de las economías avanzadas la inflación general y la subyacente se ubican por debajo de los objetivos de sus respectivos bancos centrales. No obstante, la inflación general aumentó ligeramente ante el reciente repunte en los precios de la energía (Gráfica 3), mientras que la inflación subyacente ha seguido disminuyendo en la mayoría de estas economías, debido en gran parte a las reducciones en los precios de los servicios en aquellos sectores más afectados por las medidas de distanciamiento social. En este contexto, las expectativas de inflación derivadas de instrumentos financieros, si bien han aumentado recientemente, se mantienen en niveles bajos.

En las economías emergentes, la inflación general y subyacente mostró un comportamiento más heterogéneo, reflejando una combinación de factores. En efecto, mientras que el debilitamiento de la actividad económica y la disminución en los precios de algunos servicios contribuyeron a las presiones a la baja en la inflación en la mayoría de los países, algunas economías registraron presiones al alza provenientes de incrementos en los precios de los alimentos y de la energía, de la depreciación de sus divisas y de factores idiosincrásicos.

Gráfica 3 Economías Avanzadas Seleccionadas: Inflación General



En este contexto, los principales bancos centrales han mantenido una postura de política monetaria altamente acomodaticia, manteniendo las tasas de interés en niveles históricamente bajos, y han continuado utilizando su balance para propiciar un funcionamiento ordenado de los mercados financieros (Gráfica 4). Así, entre las decisiones del periodo destacan:

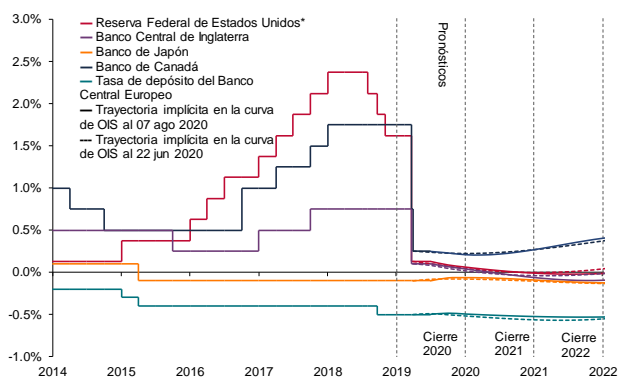
i) En su reunión de julio, la Reserva Federal de Estados Unidos mantuvo sin cambio su rango de entre 0 y 0.25% para la tasa de interés de fondos federales. Asimismo, reiteró que espera mantener el rango de su tasa de interés de referencia en su nivel actual hasta que la economía haya sobrellevado los eventos recientes y que en los próximos meses incrementará su tenencia de bonos del Tesoro y de bonos respaldados por flujos de hipotecas residenciales y comerciales, en al menos el ritmo actual. En dicha reunión, el Comité Federal de Mercado Abierto enfatizó que la actividad económica y el empleo repuntaron en meses recientes pero permanecen por debajo de los niveles registrados al inicio del año y destacó que el rumbo de la economía dependerá significativamente de la evolución de la pandemia. En este contexto, extendió hasta el 31 de marzo de 2021 la vigencia de las líneas temporales de intercambio de divisas (swaps) con otros bancos centrales y la facilidad temporal de reportos para autoridades monetarias internacionales que les permite intercambiar bonos del Tesoro por dólares. Además, esa Institución realizó modificaciones a algunos de sus programas previamente anunciados con el objetivo de proporcionar mayor acceso al crédito, ampliar el conjunto de empresas elegibles, y dar certidumbre de que sus medidas de estímulo seguirán disponibles para hacer frente al COVID-19. En este entorno, tanto las variables de mercado como el consenso de los analistas incorporan que dicho banco central

mantendrá su tasa de referencia sin cambios al cierre de 2020 y 2021.

- ii) En su reunión de julio, el Banco Central Europeo no modificó sus tasas de referencia, manteniendo en 0.0, -0.5 y -0.25% las de refinanciamiento, de facilidad de depósito y de préstamo, respectivamente. Reiteró que dichas tasas de interés se mantendrán en sus niveles actuales o por debajo de estos hasta que los pronósticos de inflación converjan a un nivel suficientemente cercano, pero por debajo del objetivo de inflación de 2%, y que dicha convergencia se haya reflejado consistentemente en la dinámica de la inflación subyacente. Asimismo, mantuvo sin cambio su programa de compra de activos y mencionó que continuará con el Programa de Compras por Emergencia de Pandemia (PEPP, por sus siglas en inglés) por un total de 1.35 billones de euros hasta junio de 2021 o hasta que el Comité considere que la fase de crisis haya terminado. También reiteró que los vencimientos asociados al PEPP serían reinvertidos por lo menos hasta finales de 2022 y que seguirá proporcionando liquidez a través de sus operaciones de refinanciamiento.
- iii) En su reunión de julio, el Banco de Japón mantuvo sin cambio la tasa de referencia en -0.1% y el objetivo de la tasa de 10 años en alrededor de 0% y señaló que continuará con su programa de compra de activos. Asimismo, seguirá apoyando el financiamiento de empresas y la estabilidad en los mercados financieros a través de: i) el programa especial para apoyar el financiamiento en respuesta al COVID-19, ii) una amplia provisión de yenes y fondos en moneda extranjera, y iii) compras de fondos cotizados en bolsa e inmobiliarios. Dicha institución reiteró que no dudará en tomar medidas adicionales de ser necesario y que espera que las tasas de interés se mantengan en sus niveles actuales o inferiores.
- iv) El Banco de Inglaterra mantuvo sin cambios su tasa de interés de referencia en 0.10% en su reunión de agosto y el monto de su programa de compra de activos en 745 mil millones de libras. Indicó que seguirá monitoreando de cerca la situación y que está listo para ajustar su política monetaria a fin de cumplir con su mandato, manteniendo bajo revisión toda la gama de acciones que podrían implementarse. Señaló que el Comité no tiene la intención de endurecer su postura de política monetaria hasta que exista evidencia clara de que se está reduciendo el exceso de capacidad productiva y avanzando hacia su meta de inflación de 2% de manera sostenible.
- v) El Banco de Canadá mantuvo sin cambio su tasa de interés de referencia en 0.25% en su reunión de julio. Respecto a los programas de liquidez a corto plazo que anunció en marzo, indicó que estos han tenido el efecto previsto, por lo que, al mejorar las condiciones del mercado, su uso ha disminuido. Respecto a su guía futura, señaló que mantendrá su tasa de interés de referencia en niveles cercanos a cero hasta que la

holgura se haya reducido de tal manera que su meta de inflación de 2% se alcance de manera sostenida. Apuntó que para reforzar este compromiso y mantener las tasas de interés bajas, continúa con su programa de compra de activos a gran escala en al menos 5 mil millones de dólares canadienses por semana en bonos del gobierno, indicando que dicho programa seguirá hasta que la recuperación económica esté claramente en marcha. Por último, reiteró estar preparado para proporcionar más estímulo monetario según sea necesario.

Gráfica 4
Tasas de referencia y trayectorias implícitas en
Curvas OIS^{1/}
 Porcentaje



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

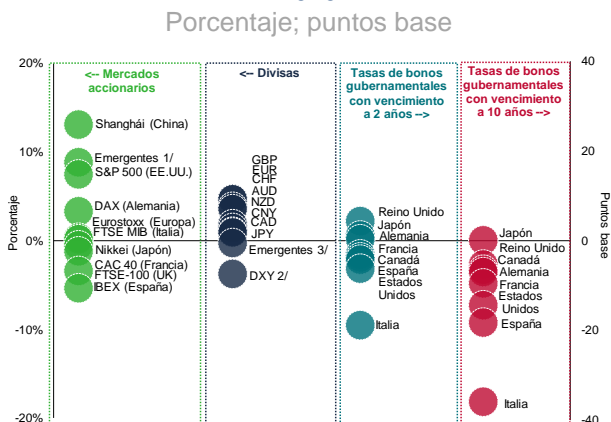
*Para la tasa de referencia observada de Estados Unidos se utiliza la tasa de interés promedio del rango objetivo de la tasa de fondos federales (0.0% - 0.25%).

Fuente: Banco de México con datos de Bloomberg.

En las economías emergentes, desde la última decisión de política monetaria en México diversos bancos centrales anunciaron recortes adicionales en sus tasas de interés de referencia, destacando los casos de Colombia, Hungría, Filipinas, Malasia, Indonesia y Sudáfrica. Asimismo, algunos bancos mantienen diversas medidas para garantizar el suministro de liquidez, proveer crédito y fomentar el buen funcionamiento de los mercados financieros.

Los mercados financieros internacionales continuaron mostrando un comportamiento positivo en general en el periodo posterior a la última decisión de política monetaria en México, si bien estos aún no han alcanzado los niveles previos a la pandemia y persiste un entorno de volatilidad, sujeto a la evolución de la emergencia sanitaria y a sus efectos en la actividad económica global. Esta relativa estabilidad fue impulsada por indicadores económicos que mostraron una ligera recuperación respecto a niveles previos ante la gradual reapertura de la actividad productiva, por la publicación de reportes corporativos mejores a lo esperado, por las continuas medidas de estímulo fiscal, monetario y financiero adoptadas en las economías avanzadas y por ciertos avances en el desarrollo de una vacuna contra el COVID-19. En particular, la aversión al riesgo se mantuvo estable y se observó menor volatilidad en los mercados accionarios, cambiarios y de renta fija en las economías avanzadas. La mayoría de los principales índices accionarios en estas economías aumentaron, recuperando en algunos casos la mayor parte de las pérdidas presentadas durante el año. A su vez, las tasas de interés de bonos gubernamentales de economías avanzadas registraron movimientos mixtos acotados, resaltando una compresión en los diferenciales de rendimiento de los países de la periferia europea frente a Alemania, mientras que el dólar siguió debilitándose frente a la mayoría de las divisas (Gráfica 5). Por su parte, las economías emergentes registraron entradas netas de capitales, principalmente a activos de renta fija, al tiempo que sus monedas presentaron menor volatilidad y movimientos mixtos frente al dólar y sus mercados accionarios ganancias (Gráfica 6).

Gráfica 5
Variación de indicadores financieros seleccionados del 22 de junio al 7 de agosto de 2020



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

No obstante la relativa estabilidad que han exhibido los mercados financieros en las últimas semanas, no pueden descartarse nuevos episodios de aversión al riesgo, lo cual dependerá en buena medida de la evolución de la pandemia, del proceso de desarrollo, aprobación y distribución de una vacuna y de la capacidad de los gobiernos para contener nuevas olas de contagios y mitigar los efectos negativos sobre la actividad económica. A lo anterior se suma la persistencia de otros factores de riesgo que podrían provocar nuevos episodios de apretamiento de las condiciones financieras globales, incluyendo las elevadas valuaciones de algunos activos financieros, el incremento en el nivel de deuda de entidades soberanas y corporativas, un nuevo escalamiento en las tensiones comerciales y políticas entre Estados Unidos y algunos de sus socios, un agravamiento de conflictos geopolíticos y sociales en diversas regiones del mundo y el proceso electoral en Estados Unidos, entre otros.

Gráfica 6
Desempeño de Activos de Países Emergentes del 22 de junio al 7 de agosto 2020

Porcentaje, puntos base

| Región | País | Divisas | Bolsas | Tasas de interés 2A | Tasas de interés 10A | CDS |
|------------------|------------|---------|--------|---------------------|----------------------|-----|
| América Latina | México | 0.61% | -0.31% | -31 | -21 | -20 |
| | Brasil | -3.50% | 7.80% | -25 | -26 | -45 |
| | Chile | 3.55% | -0.24% | 3 | -2 | -16 |
| | Colombia | -0.85% | -1.66% | -22 | -35 | -31 |
| Europa emergente | Rusia | -6.73% | 7.57% | 1 | -1 | 2 |
| | Polonia | 5.18% | 2.23% | -8 | 2 | -9 |
| | Turquía | -6.31% | -7.93% | 313 | 232 | 105 |
| | Rep. Checa | 5.79% | -2.14% | 4 | -1 | -6 |
| | Hungría | 4.78% | -3.34% | -9 | -19 | -19 |
| Asia | Malasia | 2.12% | 4.43% | -35 | 7 | -16 |
| | India | 1.43% | 8.96% | -13 | 20 | -45 |
| | Filipinas | 2.18% | -7.90% | 0 | 0 | -9 |
| | Tailandia | -0.42% | -2.05% | 9 | -9 | -1 |
| | Indonesia | -3.36% | 4.58% | -57 | -52 | -11 |
| África | Sudáfrica | -1.81% | 4.66% | -23 | -2 | 21 |

Nota: Con excepción de México, las tasas de interés corresponden a las tasas swap a un plazo de dos años y diez años, respectivamente. Fuente: Banco de México con datos de PIP y Bloomberg.

A.2. Evolución de la economía mexicana

A.2.1. Mercados en México

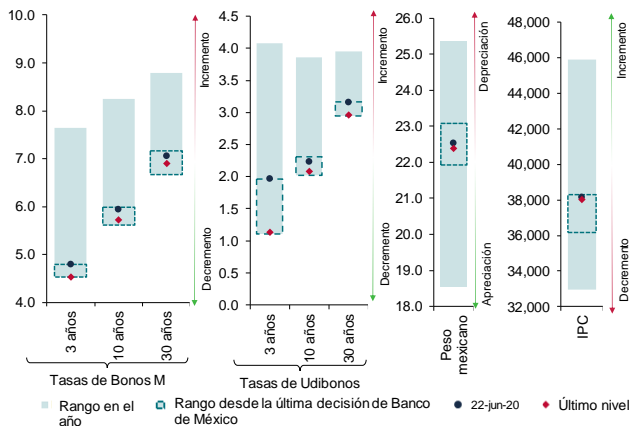
Desde la última decisión de política monetaria a la fecha, los precios de los activos financieros en México presentaron un comportamiento acotado y diferenciado por tipo de activo (Gráfica 7). Se espera que las condiciones financieras globales y nacionales sigan sujetas principalmente a los efectos de la pandemia.

En el caso particular de la moneda nacional, esta operó en un rango de entre 21.96 y 23.08 pesos por dólar, destacando que los movimientos han sido más limitados respecto a periodos anteriores (Gráfica 8). Así, el peso presentó una ligera apreciación de 0.61% al cierre del periodo, en tanto que las condiciones de operación, tanto realizadas como prospectivas, permanecieron en niveles deteriorados, si bien mostraron una mejora respecto a los observados en marzo.

Cabe mencionar que, en línea con el establecimiento de un mecanismo "swap" entre el Banco de México y la Reserva Federal el 19 de marzo del año en curso, el 22 de junio la Comisión de Cambios instruyó al Banco de México activar dicho mecanismo y celebrar dos operaciones de financiamiento en dólares por un monto total de 13 mil millones de dólares con el objetivo de renovar los vencimientos de las operaciones celebradas durante abril y ofrecer liquidez adicional en dólares.

Gráfica 7
Desempeño y condiciones de operación de mercados mexicanos

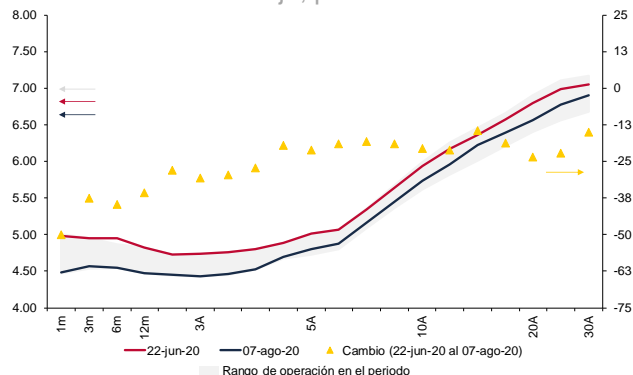
Porcentaje, pesos por dólar e índice



Fuente: Elaboración de Banco de México

Gráfica 9
Curva de Rendimiento de Valores Gubernamentales a Tasa Nominal

Porcentaje, puntos base

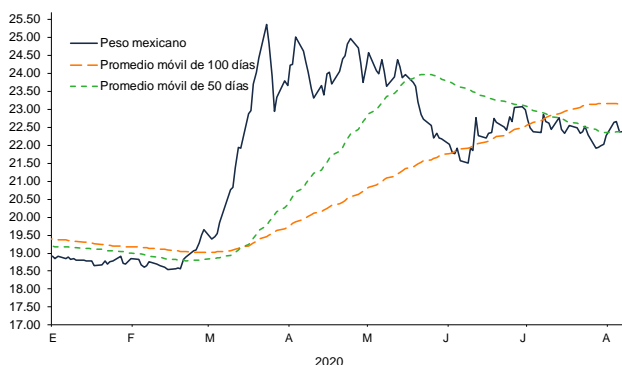


Fuente: PIP

Gráfica 8

Tipo de cambio del peso mexicano con promedios móviles

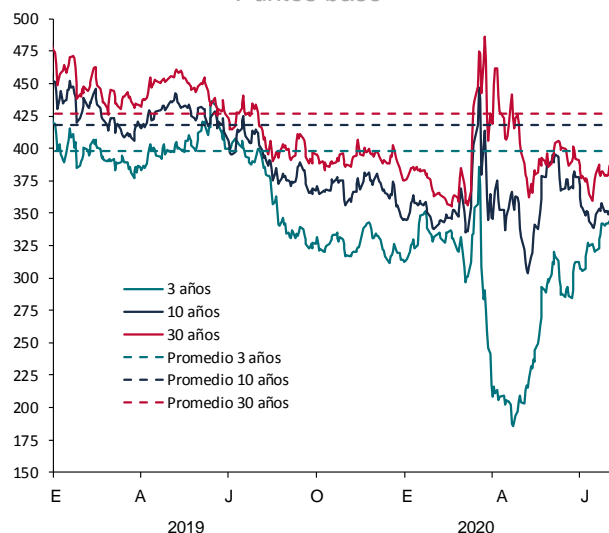
Pesos por dólar



Fuente: Elaboración de Banco de México

Gráfica 10
Compensación por Inflación y Riesgo Inflacionario Implícita en las Curvas de Tasas de Valores Gubernamentales

Puntos base



Fuente: PIP

Por su parte, las tasas de interés de los valores gubernamentales a tasa nominal presentaron disminuciones en todos los plazos (Gráfica 9). Asimismo, la curva de rendimientos de instrumentos a tasa real también registró disminuciones en todos los nodos. En este entorno, las primas de compensación por inflación y riesgo inflacionario implícitas en los diferenciales entre dichos instrumentos de mercado mostraron cambios diferenciados y más significativos en los de corto plazo (Gráfica 10). Cabe destacar que estos movimientos ocurrieron en un contexto en el que las condiciones de operación presentaron un deterioro adicional que se puede asociar a la época de verano.

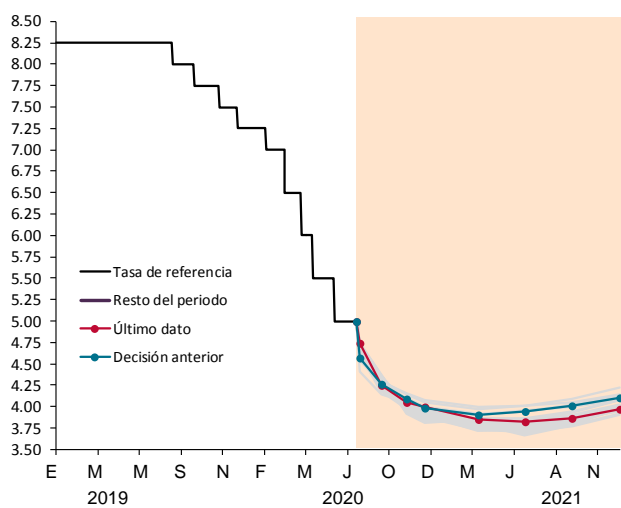
En cuanto a la evolución de las medidas anunciadas por el Banco de México el pasado 21 de abril, sobresalió que en la facilidad de reportos con títulos gubernamentales a plazo se utilizó el total del monto aprobado inicialmente de 100 mil millones de pesos.

Además, con el objetivo de seguir promoviendo un comportamiento ordenado de los mercados financieros y proveer liquidez para el sano desarrollo del sistema financiero, el Banco de México anunció modificaciones a la facilidad de reportos con títulos

corporativos respecto al costo, las garantías objeto de reporto y la vigencia de la facilidad para reportar nuevas emisiones, lo que ha generado mayor interés por parte de los intermediarios financieros.

Finalmente, en cuanto a las expectativas para la trayectoria de la tasa de referencia de política monetaria, la información implícita en la curva de swaps de TIIE descuenta con 60% de probabilidad un recorte de 50 puntos base para la decisión de agosto (Gráfica 11). De manera similar, las expectativas del consenso de los analistas encuestados por Citibanamex anticipan un recorte de 50 puntos base. No obstante, existe una dispersión más marcada en cuanto a lo esperado por distintos analistas. Respecto del cierre de 2020, las variables de mercado anticipan un nivel para la tasa objetivo de alrededor de 4.00%, mientras que la mediana de la encuesta a economistas espera un nivel de 4.50%.

Gráfica 11
Tasa de Fondo Implícita en la Curva de Swaps de TIIE
Porcentaje

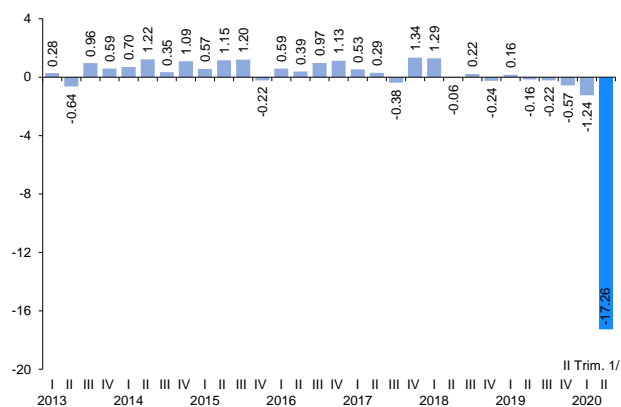


Fuente: Elaboración de Banco de México con datos Bloomberg.

A.2.2. Actividad económica en México

De acuerdo con la estimación oportuna del PIB de México publicada por el INEGI, la actividad económica presentó una profunda contracción durante el segundo trimestre del año (Gráfica 12), al acentuarse notoriamente las afectaciones derivadas de la pandemia. En particular, en abril se registraron fuertes caídas en los principales componentes de la demanda agregada, así como en la producción de bienes y servicios. Posteriormente, en mayo la actividad económica volvió a contraerse, si bien a una tasa más moderada. Finalmente, diversos indicadores señalan que en junio se observó una recuperación a partir de niveles bajos de actividad, en respuesta a la apertura de algunos sectores, al relajamiento de las restricciones a la movilidad y a cierta recuperación de la demanda externa, si bien se mantiene un entorno de incertidumbre.

Gráfica 12
Producto Interno Bruto
Variaciones porcentuales trimestrales, a. e.



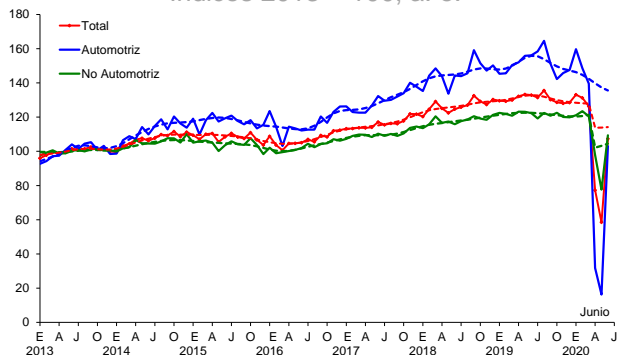
a. e. / Cifras con ajuste estacional.

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

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

En relación con la demanda externa, en mayo se continuaron resintiendo los efectos de la emergencia sanitaria sobre las exportaciones manufactureras de México, presentándose una fuerte contracción adicional a la observada en abril y sobresaliendo la fuerte reducción de las automotrices como consecuencia de la suspensión de la mayor parte de la operación de las empresas armadoras y de autopartes establecidas en el país. Posteriormente, de manera congruente con la reapertura de ciertos sectores productivos a partir de finales de mayo y la reactivación de la actividad económica en otros países, en junio se observó un repunte de las exportaciones manufactureras, particularmente en los envíos dirigidos a Estados Unidos (Gráfica 13).

Gráfica 13
Exportaciones Manufactureras Totales
Índices 2013 = 100, a. e.



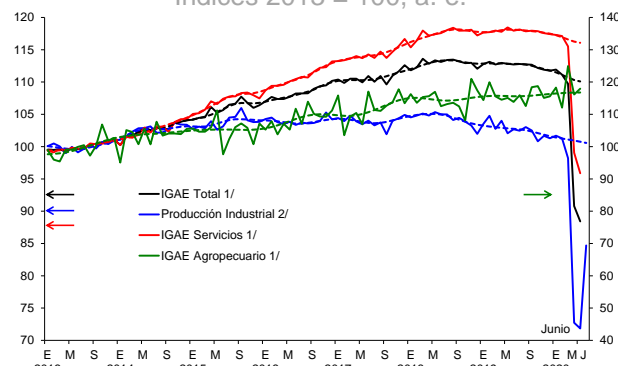
a. e. / Serie con ajuste estacional y serie de tendencia basadas en información en dólares nominales. La primera se representa con la línea sólida y la segunda con la punteada.
Fuente: Banco de México con base en SAT, SE, Banco de México, INEGI. Balanza Comercial de Mercancías de México. SNIEG. Información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

A principios del segundo trimestre, se exacerbaron las afectaciones de la pandemia sobre el consumo privado, reflejándose en una pronunciada caída de su indicador mensual en abril y en una disminución adicional en mayo, si bien más moderada. La información oportuna sugiere que podría observarse una ligera recuperación de dicho indicador en junio y julio. En particular, las ventas de la ANTAD y las de vehículos ligeros exhibieron crecimientos tanto en junio como en julio. Por su parte, en abril y mayo la inversión fija bruta profundizó significativamente su debilidad, situándose en su menor nivel de los últimos 20 años. Al interior de dicho indicador, el gasto de inversión en construcción presentó una profunda caída en abril, en tanto que en mayo mostró un retroceso marginal adicional. A su vez, la inversión en maquinaria y equipo continuó exacerbando su desempeño desfavorable en mayo, luego de un fuerte deterioro en abril. Indicadores relacionados con este agregado, tales como las importaciones de bienes de capital, sugieren un cierto avance hacia finales del segundo trimestre, aunque manteniéndose en niveles especialmente bajos.

Por el lado de la producción, luego de la fuerte contracción que presentó en abril, en mayo la actividad industrial volvió a caer, si bien de manera más moderada (Gráfica 14). Posteriormente, en junio exhibió un repunte como reflejo, en buena medida, del relajamiento de las medidas de contención de la pandemia y la reanudación de diversas actividades. A su interior, en el periodo abril — mayo se observó un importante retroceso tanto de la construcción como de casi todos los subsectores manufactureros, destacando la fuerte disminución

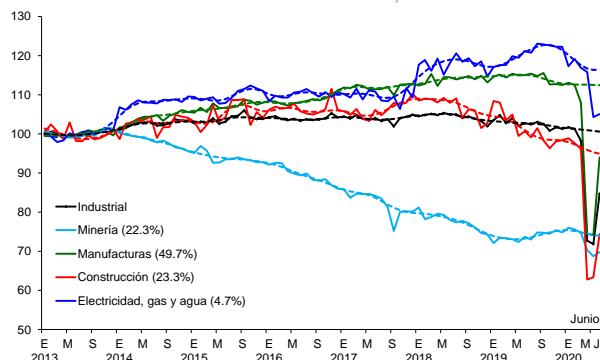
del rubro de equipo de transporte. En junio, la construcción y las manufacturas revirtieron parcialmente dicha contracción, si bien se mantuvieron muy por debajo de los niveles observados antes de la crisis sanitaria (Gráfica 15). A su vez, persistió el débil desempeño de la minería como resultado, en parte, del recorte programado a la producción de petróleo crudo en mayo y junio como parte de los compromisos de México ante la OPEP, así como de los bajos niveles de la minería no petrolera. Las actividades terciarias también estuvieron altamente afectadas en abril y mayo por las medidas de distanciamiento social y por la suspensión de actividades no esenciales, mostrando una importante contracción en esos meses. Dicho retroceso obedeció a caídas generalizadas en sus subsectores, con excepción del agregado de servicios educativos y de salud, el cual se mantuvo en un nivel similar al del trimestre previo.

Gráfica 14
Indicador Global de la Actividad Económica
Índices 2013 = 100, a. e.



a. e. / Serie con ajuste estacional y serie de tendencia. La primera se representa con la línea sólida y la segunda con la punteada.
1/ Cifras a mayo de 2020.
2/ Cifras a junio de 2020 del Indicador Mensual de la Actividad Industrial.
Fuente: Sistema de Cuentas Nacionales de México (SCNM), INEGI.

Gráfica 15
Actividad Industrial 1/
Índices 2013 = 100, a. e.



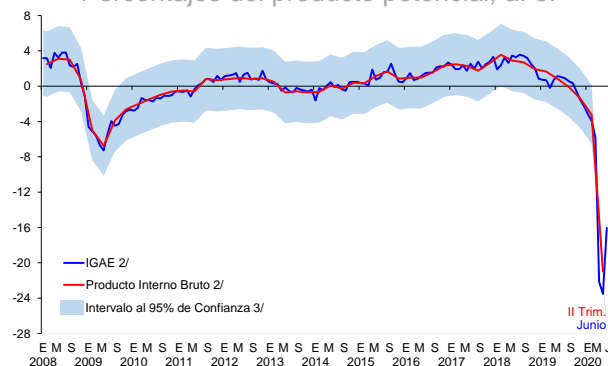
a. e. / Serie con ajuste estacional y serie de tendencia. La primera se representa con la línea sólida y la segunda con la punteada.

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

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

En cuanto a la posición cíclica de la economía, las condiciones de holgura se ampliaron significativamente en el segundo trimestre del año (Gráfica 16). Por su parte, de acuerdo con los resultados de la Encuesta Telefónica de Ocupación y Empleo (ETOE), en junio se observó una mejoría en diversos indicadores del mercado laboral respecto de abril y mayo. En particular, la tasa de participación laboral y la población ocupada, tanto formal como informal, presentaron un aumento. La tasa de desocupación nacional también mostró un importante incremento como reflejo de una mayor búsqueda activa de empleo de personas que habían dejado la fuerza laboral ante la emergencia de salud (Gráfica 17). A su vez, la creación de puestos de trabajo afiliados al IMSS continuó exhibiendo un desempeño negativo, con un descenso de poco más de 83 mil plazas en junio y una ligera pérdida adicional en julio, registrando una disminución acumulada entre marzo y julio de poco más de 1.1 millones de plazas con cifras originales. Finalmente, si bien el costo unitario de la mano de obra en el sector manufacturero presentó una reducción en mayo (Gráfica 18), este se mantuvo en niveles especialmente altos, luego del elevado repunte del mes anterior derivado de las afectaciones al empleo y las interrupciones a la producción ocasionadas por la pandemia y la suspensión de actividades.

Gráfica 16
Estimaciones de la Brecha del Producto 1/
Sin Industria Petrolera 4/
Porcentajes del producto potencial, a. e.



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

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

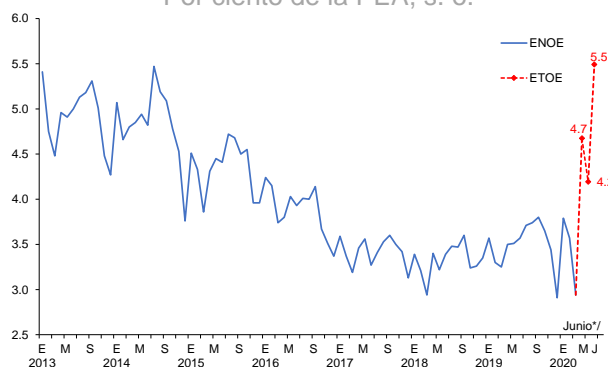
2/ Cifras del PIB oportuno al segundo trimestre de 2020 y del IGAE implícito a junio de 2020, congruente con dicha cifra oportuna.

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

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

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

Gráfica 17
Tasa de Desocupación Nacional
Por ciento de la PEA, s. o.

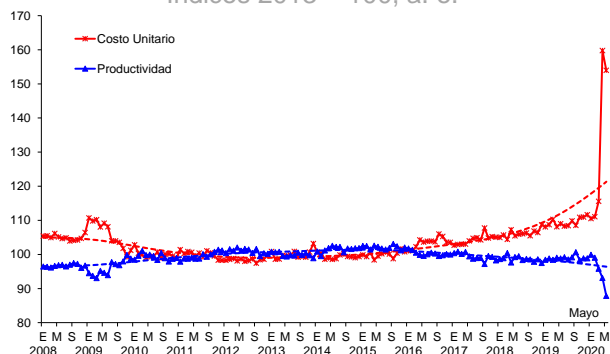


s. o. / Serie original.

*/ Las cifras de abril a junio de 2020 corresponden a las publicadas por la Encuesta Telefónica de Ocupación y Empleo (ETOE), no es plenamente comparable con los resultados de la ENOE y se presenta únicamente como referencia.

Fuente: Elaboración de Banco de México con información de la ENOE hasta marzo de 2020 y la ETOE de abril a junio de 2020.

Gráfica 18
Productividad y Costo Unitario de la Mano de
Obra en el Sector Manufacturero ^{1/}
 Índices 2013 = 100, a. e.



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

^{1/} Productividad con base en las horas trabajadas.

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

En junio, el financiamiento interno a las empresas registró una contracción a tasa anual, revirtiendo el repunte que se había observado al mes de abril. En efecto, si bien en marzo y abril se había observado una aceleración en el ritmo de expansión del crédito bancario a las empresas grandes, este se revirtió en mayo y junio. En cuanto al crédito bancario a empresas de menor tamaño, este acentuó la tasa de contracción que se ha observado durante el año. Por su parte, el mercado interno de deuda corporativa continuó mostrando un bajo nivel de actividad. En tanto, el crédito a los hogares se contrajo en junio, principalmente como consecuencia de la importante reducción del crédito al consumo, así como por la desaceleración del crédito a la vivienda. Respecto de las tasas de interés de financiamiento a las empresas, en junio se redujeron, acorde con la disminución de la tasa de interés de fondeo bancario. No obstante, se observa un moderado aumento en los márgenes de intermediación de las tasas de interés de créditos nuevos a empresas. A su vez, las tasas de interés del crédito a la vivienda disminuyeron en mayo, mientras que, con cifras a abril, las de tarjetas de crédito aumentaron respecto a lo observado en febrero. Con relación a la calidad de la cartera, los índices de morosidad del crédito a las empresas e hipotecario se mantuvieron en niveles bajos, mientras que los correspondientes al consumo aumentaron por cuarto mes consecutivo, abonando así a su nivel de por sí elevado.

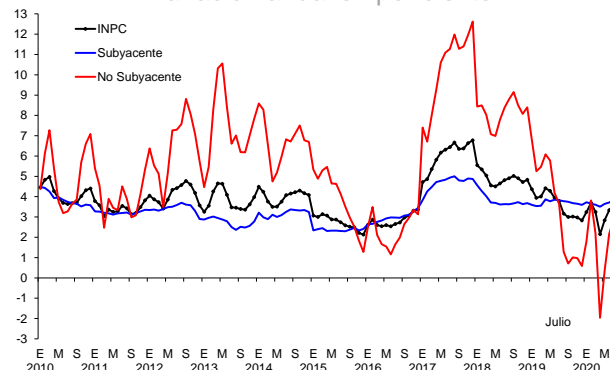
En seguimiento a las medidas que el Banco de México ha anunciado para promover un comportamiento ordenado de los mercados financieros, fortalecer los canales de otorgamiento

de crédito y proveer liquidez para el sano desarrollo del sistema financiero, destacan los ajustes anunciados en julio a la facilidad que provisionan recursos a instituciones bancarias para canalizar crédito a MiPyMEs y a personas físicas afectadas por la pandemia, así como a la facilidad de financiamiento a instituciones bancarias garantizado con créditos corporativos, para el financiamiento de las MiPyMEs. Al respecto, las modificaciones permiten a las instituciones participantes realizar operaciones de arrendamiento y factoraje financiero con las MiPyMEs, así como otorgar a personas físicas créditos hipotecarios y automotrices.

A.2.3. Comportamiento y perspectivas de la inflación

Entre junio y julio de 2020, la inflación general anual aumentó de 3.33 a 3.62%. Este resultado se explica por un incremento en la incidencia a la inflación general de 19 puntos base por parte del componente no subyacente y de 10 puntos base por parte del subyacente (Gráfica 19 y Cuadro 1).

Gráfica 19
Índice Nacional de Precios al Consumidor
 Variación anual en por ciento

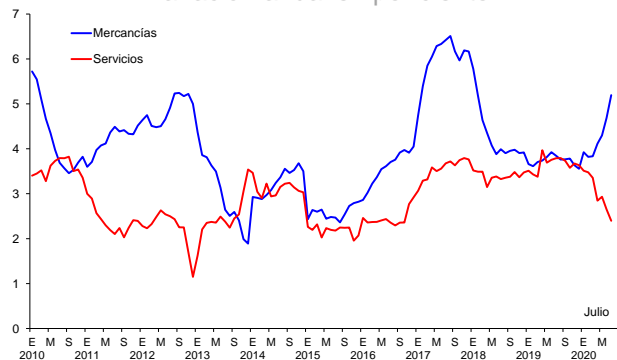


Fuente: Banco de México e INEGI.

La inflación subyacente anual se incrementó de 3.71 a 3.85% entre junio y julio de 2020. En el contexto de la crisis sanitaria, al interior de este subíndice se ha venido presentando una importante recomposición de sus componentes, toda vez que se han observado presiones al alza en la inflación de las mercancías y a la baja en el caso de los servicios (Gráfica 20). Así, la inflación anual de las mercancías se incrementó de 4.69 a 5.19% en ese lapso, lo cual reflejó aumentos tanto en los precios de las mercancías alimenticias, como en los de las no alimenticias (Gráfica 21). En contraste, la inflación anual de los servicios disminuyó de 2.65 a 2.40% entre junio y julio de 2020, en buena medida debido a las reducciones de precios en los servicios

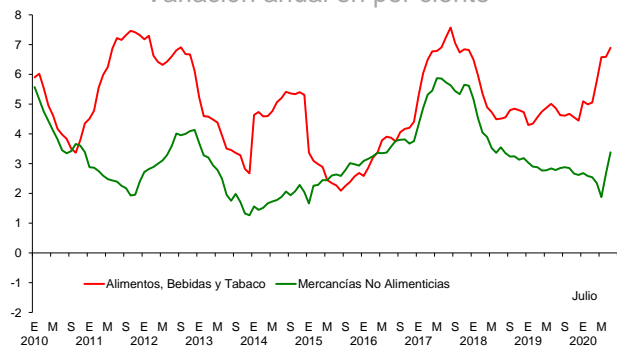
turísticos, así como a los menores incrementos en los precios del rubro de vivienda, posiblemente reflejando la debilidad en la actividad económica.

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



Fuente: Banco de México e INEGI.

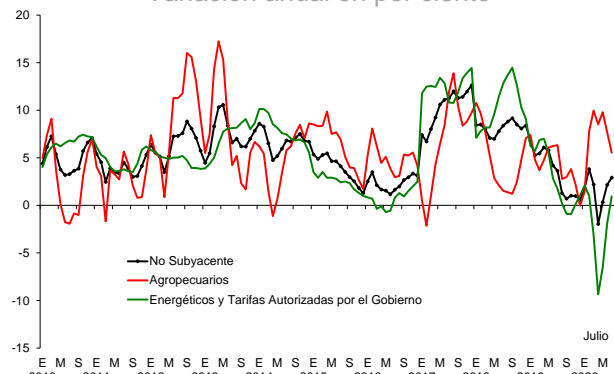
Gráfica 21
Subíndice Subyacente de las Mercancías
Variación anual en por ciento



Fuente: Banco de México e INEGI.

Por su parte, la inflación no subyacente anual aumentó de 2.16 a 2.92% entre junio y julio de 2020 (Gráfica 22 y Cuadro 1). Este comportamiento se explica, principalmente, por la evolución de los precios de los energéticos, los cuales, luego de haber exhibido disminuciones considerables en abril asociadas a la dinámica de sus referencias internacionales, estos han presentado cierto repunte. Lo anterior fue parcialmente compensado por menores aumentos en los precios de los productos agropecuarios, particularmente del rubro de las frutas y verduras.

Gráfica 22
Índice de Precios No Subyacente
Variación anual en por ciento



Fuente: Banco de México e INEGI.

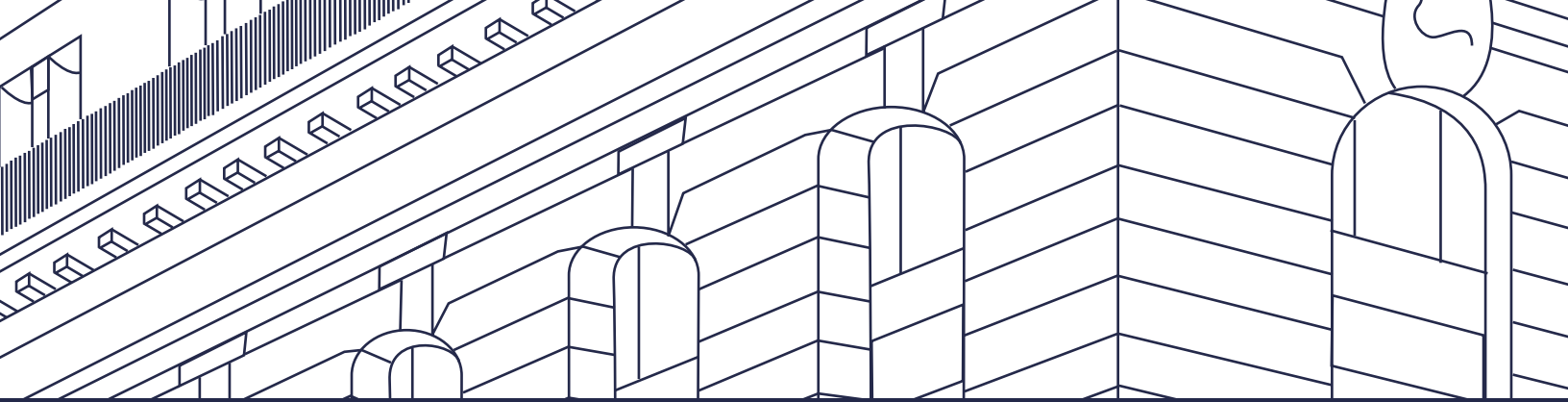
Respecto de las expectativas de inflación provenientes de la encuesta que levanta el Banco de México entre especialistas del sector privado, entre mayo y julio las medianas para la inflación general y subyacente al cierre de 2020 aumentaron de 3.07 a 3.61% y de 3.50 a 3.73%, respectivamente. Por su parte, las medianas de las expectativas tanto de inflación general como subyacente para el mediano y largo plazos se mantuvieron en 3.50%. Finalmente, la compensación por inflación y riesgo inflacionario registró una disminución después de la última decisión de política monetaria, tras haber mostrado un incremento en junio.

Si bien los recientes aumentos en las inflaciones general y subyacente impactan sus trayectorias previstas en el corto plazo, en el horizonte de pronóstico de 12 a 24 meses se prevé que ambas se ubiquen alrededor de 3%. Dichas previsiones están sujetas a riesgos considerables, entre los que destacan los siguientes. A la baja: i) un efecto mayor al previsto de la ampliación de la brecha negativa del producto; ii) menores presiones inflacionarias a nivel global; y iii) que las medidas de distanciamiento reduzcan la demanda de ciertos servicios. Al alza: i) episodios adicionales de depreciación del tipo de cambio; ii) mayor persistencia en la inflación subyacente; y iii) problemas logísticos y de suministro de algunos bienes y servicios y mayores costos asociados a la adopción de medidas sanitarias. En este contexto, el balance de riesgos para la inflación se mantiene incierto.

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

| Concepto | Mayo 2020 | Junio 2020 | Julio 2020 |
|--|--------------|--------------|-------------|
| INPC | 2.84 | 3.33 | 3.62 |
| Subyacente | 3.64 | 3.71 | 3.85 |
| Mercancías | 4.30 | 4.69 | 5.19 |
| Alimentos, Bebidas y Tabaco | 6.58 | 6.59 | 6.89 |
| Mercancías No Alimenticias | 1.88 | 2.66 | 3.38 |
| Servicios | 2.93 | 2.65 | 2.40 |
| Vivienda | 2.67 | 2.49 | 2.38 |
| Educación (Colegiaturas) | 4.51 | 4.45 | 4.31 |
| Otros Servicios | 2.83 | 2.42 | 2.02 |
| No Subyacente | 0.35 | 2.16 | 2.92 |
| Agropecuarios | 9.79 | 7.69 | 5.55 |
| Frutas y Verduras | 17.83 | 13.14 | 8.43 |
| Pecuarios | 3.36 | 3.45 | 3.26 |
| Energéticos y Tarifas Aut. por Gobierno | -6.51 | -1.90 | 0.95 |
| Energéticos | -11.34 | -4.57 | -0.41 |
| Tarifas Autorizadas por Gobierno | 4.65 | 4.17 | 4.01 |

Fuente: INEGI



BANCO DE MÉXICO®

Documento publicado el 27 de agosto de 2020

