



BANCO DE MÉXICO®

Minuta número 74

Reunión de la Junta de Gobierno del Banco de México, con motivo de la
decisión de política monetaria anunciada el 20 de marzo 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:
19 de marzo de 2020.

1.3. Asistentes:

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

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

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

Entorno Externo

Todos señalaron que el panorama económico, así como las perspectivas de crecimiento a nivel global, sufrieron un rápido y significativo deterioro debido a la propagación del COVID-19. La mayoría coincidió en que las medidas de aislamiento adoptadas han propiciado un freno en la actividad, una ruptura de cadenas productivas de valor y una disminución de la demanda mundial. Algunos agregaron que la pandemia ha impactado significativamente los sistemas de salud pública y la dinámica social.

Algunos argumentaron que ha aumentado la posibilidad de una recesión global en 2020, señalando uno de ellos que en general se anticipa un repunte el año siguiente. **Uno** consideró que dada la magnitud del choque y de los efectos ya registrados en algunas cifras, es previsible una contracción significativa durante el primer trimestre de 2020, misma que podría extenderse al siguiente. **Otro** señaló que la duración y profundidad de esta, dependería de la prolongación de la suspensión de actividades. **Uno** mencionó que la variación en la magnitud de las revisiones de los pronósticos de

crecimiento refleja la incertidumbre en torno a la intensidad, duración y secuelas de las afectaciones.

Entre los riesgos para la actividad económica global, la mayoría destacó un contagio del COVID-19 mayor al esperado. Uno detalló que dada la severidad de la pandemia, esta constituye un factor de riesgo global sin precedentes. En particular, subrayó la complejidad para tratarla, su rápido contagio y la fatalidad que puede provocar.

Algunos mencionaron como riesgos adicionales el agudizamiento de tensiones comerciales, así como conflictos políticos y geopolíticos. **Uno** mencionó el proceso electoral en Estados Unidos. **Algunos** señalaron que el balance de riesgos para la economía mundial se encuentra significativamente sesgado a la baja.

Todos mencionaron que se ha registrado una marcada disminución en los precios de las materias primas, especialmente del petróleo. La mayoría subrayó que esto último obedece a la reducción observada y anticipada de la demanda, así como a las disputas entre los principales productores. Uno comentó que se espera que las inflaciones general y subyacente de economías avanzadas disminuyan, como consecuencia de la debilidad económica y de los menores precios de los bienes primarios. Comentó que la inflación en economías emergentes podría beneficiarse de estos factores, aunque también podría verse afectada al alza por la depreciación del tipo de cambio.

Ante el entorno descrito, todos comentaron que diversos bancos centrales de economías avanzadas y emergentes redujeron sus tasas de interés, en algunos casos de manera anticipada. La mayoría mencionó que la Reserva Federal llevó a cabo dos reuniones fuera de calendario, en las que redujo la tasa de fondos federales en un total de 150 puntos base, a un rango de 0 a 0.25%. Señaló que a nivel global, también se han implementado otras medidas monetarias extraordinarias para atenuar los efectos de la caída esperada en la demanda interna y externa, así como para garantizar el buen funcionamiento de los mercados financieros. En particular, destacó las medidas dirigidas a proveer liquidez e incentivar el crédito, así como los programas de compras de activos como: i) bonos gubernamentales, ii) valores respaldados por hipotecas, iii) bonos corporativos, iv) papel comercial de compañías no financieras, v) fondos accionarios, y vi) fondos de inversión

inmobiliaria. Algunos añadieron que la Reserva Federal estableció nuevas líneas de provisión de liquidez con otros bancos centrales. **Uno** agregó la reducción de los requerimientos mínimos de reservas para los bancos que implementó la Reserva Federal. **Otro** mencionó que algunos bancos centrales de economías emergentes han tomado medidas para contener las presiones de depreciación o para mejorar las condiciones de operación del mercado cambiario.

La mayoría comentó que los gobiernos de diversas economías han implementado políticas fiscales expansivas orientadas a disminuir el impacto de la pandemia, apoyando a hogares y empresas. No obstante, **uno** puntualizó que las medidas anunciadas no han contenido el nerviosismo en los inversionistas, por lo que es indispensable contar con políticas contundentes e integrales, capaces de coordinar los esfuerzos fiscales y monetarios, que garanticen el ingreso y empleo en sectores estratégicos, y que se perciban como suficientes para revertir el choque sobre la actividad económica.

En este contexto, todos resaltaron el deterioro significativo de los mercados financieros internacionales, destacando la mayor volatilidad y aversión al riesgo. Algunos indicaron que lo anterior se debe a la incertidumbre sobre la duración de la pandemia y la profundidad de sus efectos. **La mayoría agregó que también obedece a la caída de los precios del petróleo.** Algunos mencionaron que el deterioro de los mercados internacionales es comparable con lo observado en la crisis financiera global de 2009. **Uno** señaló que se espera que este desempeño negativo continúe en los próximos meses y destacó los altos niveles alcanzados por el índice VIX. **La mayoría notó que las bolsas de valores alrededor del mundo se han visto afectadas de manera adversa.** **Uno** comentó que en las economías avanzadas se han presentado salidas importantes de los mercados accionarios hacia instrumentos de renta fija. **La mayoría apuntó que las economías emergentes también se han visto afectadas, enfatizando las salidas de capital que han presionado los tipos de cambio, las tasas de interés y los mercados accionarios.** **Asimismo, señaló que los indicadores de riesgo país se han deteriorado.** **Uno** subrayó que los menores precios del crudo son un factor de riesgo, ya que todas las empresas de hidrocarburos enfrentan caídas adicionales en el valor de sus activos, acciones y títulos de deuda. **Otro** sostuvo que el balance de riesgos para los mercados

financieros se encuentra significativamente sesgado a la baja.

Actividad Económica en México

La mayoría mencionó que la información oportuna, previa a los acontecimientos relacionados con la pandemia, muestra que ha continuado la debilidad de la actividad económica nacional. Por el lado de la producción, **uno** notó que se mantuvo la desaceleración de la actividad industrial, en particular de las manufacturas, así como la debilidad en los servicios, que registraron un aumento en el número de subsectores con contracciones anuales. Por el lado de la demanda interna, mencionó que persiste la debilidad en todos sus componentes, especialmente en la inversión, y recientemente en el consumo. Señaló que, en lo referente a la demanda externa, las exportaciones automotrices aumentaron al inicio del año, mientras que el resto de los rubros mostró debilidad.

La mayoría señaló que en marzo empezaron a observarse paros técnicos en diversos sectores por falta de insumos. Asimismo, apuntó que se prevén afectaciones significativas en la demanda interna, en particular, sobre el consumo y la inversión. Algunos subrayaron el efecto sobre la demanda interna de las acciones de distanciamiento social y de los temores de contagio entre la población. **Uno** destacó que, hasta la fecha, los indicadores de actividad, así como los de inflación, todavía no reflejan el impacto de los choques derivados de la pandemia y de los menores precios del petróleo. Indicó que estos choques se materializarían en una coyuntura caracterizada por una tasa de inflación y sus expectativas de corto y largo plazos por encima de la meta, así como por debilidad económica.

La mayoría mencionó que la interrupción de las cadenas de suministro globales y la restricción del flujo de personas y bienes internacionales afectarán con severidad al turismo y a los servicios en general. Algunos agregaron que los hogares enfrentarán una contracción en sus ingresos y tendrán menos oportunidades de gasto. **Uno** comentó que la experiencia de la epidemia del A (H1-N1) en 2009 muestra que, en efecto, las mayores afectaciones pueden presentarse en algunos rubros de los servicios, como los educativos, restaurantes, turismo y transporte. Añadió que las empresas enfrentarán retos significativos, como menores ingresos y una elevada incertidumbre sobre la demanda de sus bienes o servicios, lo cual puede

ocasionar problemas de solvencia y desempleo. **Algunos** comentaron que los sectores manufactureros exportadores también se verán afectados. **Uno** resaltó el impacto que las afectaciones a escala mundial de la pandemia pueden tener sobre la demanda externa de México. **Otro** notó que pueden presentarse paros técnicos adicionales derivados de la falta de suministros.

La mayoría señaló que las afectaciones sobre la actividad económica que se derivarían de la pandemia, en un contexto de una mayor debilidad de la economía global, conducen a un deterioro de las perspectivas de crecimiento. Comentó que si bien no es posible estimar con precisión la magnitud del efecto sobre la actividad, es previsible una contracción económica en 2020. **Uno** puntualizó que esto último sería resultado de la combinación de diversos choques, tanto de oferta como de demanda. **Algunos** indicaron que su duración y profundidad dependerían de la prolongación de la suspensión de actividades. **Uno** añadió que, con base en la información proporcionada por las autoridades, se espera que las afectaciones provocadas por el COVID-19 se profundicen en el segundo trimestre, y se extiendan por un período aún indeterminado. Comentó que las expectativas de analistas y organismos internacionales para la actividad económica en 2020 y 2021 se han ajustado a la baja. **Algunos** detallaron que para 2020, estas llegan a ubicarse en un rango de entre alrededor de -1% y poco más de -5%. **Uno** notó que la mayor parte de las estimaciones se concentran entre -2 y -4%. **Otro** mencionó que los estimados mantienen una elevada incertidumbre y un sesgo a la baja.

La mayoría consideró que el balance de riesgos para el crecimiento se encuentra considerablemente sesgado a la baja. **Algunos** señalaron el riesgo de un agravamiento del contagio del COVID-19. **Uno** agregó la posibilidad de una afectación a la actividad mundial más prolongada. Por su parte, **algunos** comentaron que existen diversos riesgos sobre los mercados financieros locales que podrían repercutir negativamente sobre la actividad económica nacional. **Uno** detalló que una fase epidémica pronunciada afectaría significativamente los ingresos de los sectores privado y público y propiciaría un deterioro del riesgo de crédito, lo que podría ocasionar problemas financieros y de solvencia. Añadió que el choque en los precios del petróleo es especialmente adverso para economías con un sector de hidrocarburos importante, como la mexicana, lo que hará más complejo el ajuste de la economía. Finalmente,

reconoció que persisten factores internos que afectan la confianza y las perspectivas de la economía.

En cuanto al mercado laboral, **otro** miembro señaló que se ha mantenido la tendencia de menor generación de empleos. Agregó que, en el entorno actual, se prevén afectaciones significativas en el empleo. **Algunos** consideraron que ha aumentado la holgura en la economía. Ante el deterioro de las perspectivas de crecimiento, **la mayoría mencionó que se anticipa que las condiciones de holgura se amplíen aún más de lo previsto.**

Inflación en México

La mayoría mencionó que entre enero y febrero la inflación general aumentó, principalmente como consecuencia del repunte en el componente no subyacente. **Uno** indicó que esto último se debió a un efecto de base de comparación y a presiones en los precios de productos agropecuarios. **Otro** comentó que el incremento en la inflación no subyacente se tenía previsto ante la expectativa de que se revirtiera la caída en los precios de los productos agropecuarios observada en 2019. En cuanto al componente subyacente, **algunos** destacaron que esta ha mostrado persistencia. **Uno** argumentó que lo anterior confirma que, a pesar de la mayor holgura, otros factores, como los incrementos salariales, han impedido su disminución. Por su parte, **otro** señaló que este componente continuó con una tendencia ligeramente descendente. Agregó que la inflación de las mercancías alimenticias se redujo después del incremento observado en enero como consecuencia del ajuste en el IEPS y que la inflación de los servicios continuó disminuyendo.

Algunos indicaron que si bien se estima que se mantenga la tendencia de la inflación hacia la meta del Banco de México en el horizonte en que opera la política monetaria, esta podría ser más lenta y presenta riesgos importantes, tanto a la baja como al alza. **Uno** comentó que ante el deterioro en las condiciones globales y locales, los pronósticos para la inflación se encuentran sujetos a una elevada incertidumbre. **Otro** consideró que es probable que la combinación de los choques de oferta y de demanda, así como el aumento en la incertidumbre, resulten en presiones al alza sobre la inflación en 2020.

Respecto de los riesgos para la inflación, la mayoría mencionó que la ampliación que presentaría la brecha negativa del producto y la

disminución en los precios internacionales de los energéticos podrían implicar presiones a la baja sobre la inflación. No obstante, consideró que ello podría verse contrarrestado por las presiones al alza que podría tener la depreciación cambiaria sobre los precios. Uno argumentó que aun si persiste la depreciación, esta se daría en un contexto de contracción económica. Señaló que el traspaso a los precios dependerá de la persistencia del ajuste cambiario y de la posición cíclica de la economía. **Algunos** agregaron como riesgo al alza para la inflación, las presiones derivadas de la disrupción de cadenas globales de valor y la escasez de algunos bienes como resultado de las suspensiones de actividades.

Un miembro comentó que un precio clave en la evolución futura de la inflación es el de la gasolina. Indicó que la referencia internacional ha disminuido en un mayor porcentaje que la depreciación del tipo de cambio, por lo que el precio en moneda nacional debería disminuir. Comentó que esto ya comenzó a ocurrir en distintas partes del país. Agregó que dada su contribución a la inflación general y su papel en la determinación de otros precios, la disminución en los precios de los energéticos se convertiría en un importante sesgo a la baja para la inflación.

En este contexto, **algunos** consideraron que la incertidumbre sobre el balance de riesgos para la inflación se ha acentuado. Uno destacó que, ante un entorno complejo, los riesgos se han incrementado, tanto a la baja como al alza. Otro indicó que existe incertidumbre sobre la magnitud y duración de los distintos choques de oferta y de demanda, así como sobre la persistencia de las condiciones adversas en los mercados financieros, por lo que los efectos sobre la inflación en el corto, mediano y largo plazos son inciertos. Uno consideró que el balance se encuentra sesgado al alza. Otro aseveró que se encuentra ligeramente sesgado a la baja debido a: i) que el choque en los precios de los productos agropecuarios típicamente se deshace en unos cuantos meses; ii) las disminuciones en los precios de los energéticos, y iii) que si bien el tipo de cambio se ha depreciado, los precios de las materias primas y la caída en la demanda agregada terminarán por ejercer una mayor influencia sobre la inflación.

Entorno Macrofinanciero

En un entorno de mayor aversión al riesgo a nivel global, la mayoría destacó que los mercados financieros nacionales mostraron un desempeño negativo. Algunos resaltaron el deterioro de las condiciones de operación. En este contexto, **todos**

señalaron que la moneda nacional se depreció de manera importante. Uno comentó que ello se explica por diversos factores, como la mayor aversión al riesgo y la caída de los precios del petróleo, que también afectó la cotización de las monedas de otros países exportadores. **Algunos** agregaron que esta depreciación fue mayor que la observada en la mayoría de las economías emergentes y uno de ellos añadió que la depreciación de la moneda nacional con respecto a otras divisas emergentes refleja factores idiosincrásicos, como las preocupaciones en torno a Pemex y a las finanzas públicas, así como a las respectivas calificaciones crediticias, y que otros riesgos como los derivados de las elecciones en Estados Unidos persisten.

La mayoría indicó que las tasas de interés de valores gubernamentales aumentaron de manera significativa en todos sus plazos. Uno añadió que en las últimas semanas han aumentado considerablemente los flujos de salida por parte de inversionistas extranjeros. **Algunos** destacaron que el mercado accionario mostró una caída significativa. **La mayoría apuntó que las primas de riesgo se incrementaron considerablemente. Uno** comentó que a esto último contribuyó la estrepitosa caída en los precios del petróleo, por lo que Pemex continúa siendo un factor de riesgo significativo para las finanzas públicas y alerta sobre la posibilidad de un recorte en la calificación crediticia del soberano en el futuro próximo. **La mayoría precisó que si bien el diferencial de tasas de interés entre México y Estados Unidos se amplió, al ajustar por la volatilidad cambiaria resulta que se ha venido cerrando.**

La mayoría hizo referencia a la posibilidad de aplicar medidas fiscales que atiendan las necesidades del sector salud y que brinden apoyos a la población, negocios y sectores más afectados. Algunos mencionaron que en virtud de las limitaciones que enfrentan las finanzas públicas, lo anterior está sujeto a una reorientación del gasto público que considere cuidadosamente las áreas de asignación prioritarias. **Algunos** sostuvieron que una opción es que el gobierno haga uso de las fuentes de ingresos extraordinarios con las que cuenta, las cuales le permitirían cumplir con la meta de balance público. Uno agregó la posibilidad de postergar el objetivo del superávit primario al menos por este año y comentó que ambas opciones implicarían un mayor cociente de deuda pública a PIB. Destacó que la política fiscal enfrenta un dilema entre actuar o no y sobre la necesidad o no de cumplir con las metas fiscales. Otro notó que un

mayor gasto ante la contingencia, aumentaría las presiones sobre las finanzas públicas, las cuales ya se encuentran en una situación vulnerable, por lo que la posibilidad de que un paquete de apoyo fiscal contracíclico, necesariamente debería estar acompañada de un ejercicio de reevaluación de prioridades que permita asignar de manera eficiente los recursos disponibles en lo inmediato a las necesidades del sector salud, y posteriormente a la reactivación de la actividad económica en sectores estratégicos afectados, empresas y familias, así como una vigorosa inversión pública.

La mayoría advirtió que la caída en los precios del petróleo y el menor crecimiento aumentan la vulnerabilidad de las cuentas fiscales. En este contexto, resaltó la importancia de mantener la sostenibilidad de las finanzas públicas. Uno añadió que lo anterior se lograría mediante medidas que impulsen el crecimiento económico.

La mayoría señaló que la situación financiera de Pemex, que ya era frágil, se volvió más compleja debido a la caída en el precio del petróleo. Uno notó que no puede descartarse una evaluación de algunos de sus proyectos actuales y un mayor apoyo financiero por parte del Gobierno Federal. **Otro** expresó que, ante la coyuntura actual, el plan de negocios de la empresa debe revalorarse. **La mayoría enfatizó que la situación de Pemex es un factor de riesgo para las finanzas públicas, subrayando la posibilidad de un recorte en la calificación crediticia del soberano y de la empresa petrolera. Uno** aseveró que los diferenciales de rendimiento de su deuda ya se han incrementado considerablemente. Por último, **algunos** apuntaron que solucionar los problemas de Pemex requiere de un énfasis especial en este momento.

Ante una coyuntura adversa como la actual, la mayoría destacó la importancia de mantener fundamentos macroeconómicos sólidos y de adoptar acciones que propicien un mejor ajuste de los mercados financieros y de la economía en su conjunto. Asimismo, señaló que, en un entorno como el referido, es aún más relevante generar políticas públicas que den certidumbre a la inversión privada. Al respecto, **algunos** alertaron que es importante evitar cambios de reglas sobre inversiones ya realizadas. Externaron preocupación por el impacto sobre la confianza de los inversionistas de la consulta pública prevista para autorizar la operación de una cervecera, que tiene ya un avance de 80% de construcción. Añadieron que, en caso de ser cancelada, el efecto negativo sobre

el clima de negocios sería todavía mayor. **Uno** añadió que las controversias que se presentaron en 2019 en torno a gasoductos concesionados al sector privado acentuaron el sentimiento negativo de los inversionistas. Argumentó que ninguna medida monetaria o fiscal podrá tener los beneficios esperados si no hay confianza para invertir. **Algunos** señalaron la preocupación del sector privado en torno a los retos prevaletentes en materia de certeza jurídica, inseguridad y claridad de las políticas públicas. Respecto del crecimiento de mediano y largo plazos, **uno** sostuvo que es necesario: i) reforzar el Estado de derecho, ii) incrementar la productividad de la economía, y iii) promover acciones que mejoren la confianza y las perspectivas de inversión.

Política Monetaria

Ante las afectaciones previstas de los choques derivados de la pandemia del COVID-19, la mayoría determinó adelantar del 26 al 20 de marzo el anuncio de la decisión de política monetaria y reducir en 50 puntos base el objetivo para la Tasa de Interés Interbancaria a un día a un nivel de 6.5%, así como adoptar otras medidas para proveer liquidez y mejorar el funcionamiento de los mercados financieros nacionales. Un miembro votó por disminuir dicho objetivo a un nivel de 6.75%. **Uno** añadió que se debe actuar con todas las herramientas disponibles para cumplir el mandato constitucional de mantener el poder adquisitivo de la moneda y asegurar el sano funcionamiento de los mercados financieros y de los sistemas de pago.

La mayoría señaló que, considerando los riesgos derivados de la pandemia referida, se plantean retos importantes para la política monetaria. Al respecto, resaltó que las perspectivas económicas se han deteriorado de forma importante, mientras que el tipo de cambio se ha depreciado significativamente, en un entorno en que aumentaron las primas de riesgo y la volatilidad en los mercados financieros. Un miembro señaló que ante el complejo entorno que enfrentamos, la decisión de política monetaria debe evaluar las disyuntivas asociadas a las perspectivas de inflación en un entorno, que si bien es incierto en cuanto a la magnitud y persistencia de los choques a los que está sujeta, se considera altamente probable una importante contracción y recesión económica.

Agregó que esto se da en un contexto en el que las condiciones monetarias en las principales

economías se han relajado considerablemente y han adoptado una amplia gama de estímulos para revertir el deterioro en sus condiciones financieras. Señaló que también se debe considerar el contexto en el que se encuentra la postura monetaria actualmente, la cual si bien en los últimos años enfrentó otros choques y sus efectos inflacionarios, y se encontraba en un proceso de ajuste a la baja, aún se mantiene en un rango relativamente elevado, en una economía que ante la pandemia del COVID-19 experimentará una afectación muy pronunciada, que la llevará a una recesión de consideración. Agregó que, por otro lado, el choque financiero, también asociado a la pandemia, puede implicar riesgos al alza en la formación de precios por la presión de la depreciación del tipo de cambio. Al respecto, destacó que su traspaso a precios dependerá de la persistencia del ajuste cambiario y de la posición cíclica de la economía, que ya se encuentra con una brecha de producto negativa que se ampliará considerablemente ante el choque de la pandemia.

La mayoría consideró que, frente a las mayores primas de riesgo, la posición monetaria relativa podría no contar con un amplio margen como se percibe. Uno argumentó que pese a la mayor volatilidad y al aumento de las primas de riesgo, la postura monetaria relativa aun presenta cierto espacio, sin embargo reconoció que la postura absoluta está cerca de la tasa neutral. **Algunos** destacaron que el peso mexicano es una moneda con un alto nivel de sensibilidad derivado de su uso como vehículo de cobertura, por lo que debe tomarse en cuenta que la disminución de las tasas de interés de corto plazo en México reduce el costo de este tipo de operaciones. **Uno** señaló que ante un entorno de inestabilidad cambiaria se requiere de un mayor diferencial de tasas, lo que implica actuar con extrema cautela.

Otro señaló que un argumento estándar a favor de tener altas tasas de interés es que estas constituyen un mecanismo de protección contra riesgos, que permite un mejor comportamiento del tipo de cambio y que, en última instancia, contribuye a la estabilidad macroeconómica. Sin embargo, apuntó que aquellos países con mayores diferenciales de tasas de interés con respecto de Estados Unidos, fueron los que recientemente sufrieron las depreciaciones cambiarias más severas, lo que es evidencia en contra del argumento estándar referido. Consideró que algunas razones que explican lo anterior son: i) que las altas tasas de interés atraen capital especulativo que, en episodios de aversión al riesgo, es el primero en retirarse y a una velocidad que suele

ser mayor que aquella con la que entró, por lo que un proceso paulatino de apreciación cambiaria podría ser seguido por una depreciación súbita; ii) que una tasa de interés real alta por un periodo prolongado merma los fundamentos macroeconómicos del país, al disminuir el consumo, la inversión y el crecimiento, y además, afecta las finanzas públicas, lo que eventualmente repercute en las primas de riesgo soberano. Agregó que la falta de crecimiento incide en las ganancias de las empresas, lo que eventualmente afecta a los mercados de renta variable. Apuntó que no debe sorprender que cuando las perspectivas económicas globales se deterioran, las monedas más afectadas sean las de aquellas economías que mantuvieron políticas monetarias muy restrictivas, afectando las ya de por sí deterioradas perspectivas económicas. Sostuvo que la economía se encuentra en una coyuntura donde hay señales muy preocupantes de deterioro en la actividad económica, combinadas con un panorama estable, o incluso positivo, para la inflación. Consideró que si bien el objetivo prioritario del Banco de México es procurar la convergencia de la inflación a su meta, esto debe ocurrir con los menores costos posibles para la economía. Argumentó que seguir manteniendo una postura monetaria demasiado restrictiva resulta muy costoso y pone en peligro la consecución del propio objetivo de inflación. Apuntó que, tomando en cuenta las perspectivas económicas, y los riesgos a la baja para la inflación, el Banco Central tiene la responsabilidad de minimizar los costos de la política monetaria sobre la economía, por lo que debería tratar de transitar lo más pronto posible hacia una postura monetaria neutral o incluso ligeramente acomodaticia. Resaltó que las tasas de referencia en algunas economías de América Latina se encuentran en niveles históricamente bajos.

La mayoría destacó que la capacidad de la política monetaria para mitigar la caída de la actividad económica que podría observarse es limitada. Uno argumentó que ello se debe a que el canal de crédito del mecanismo de transmisión de la política monetaria es poco efectivo en México debido a la baja inclusión financiera y en el caso de choques de oferta. Sin embargo, afirmó que la reducción de la tasa de referencia manda una señal importante de compromiso con el reto económico que se está enfrentado. **Otro** opinó que ante los efectos de choques reales, como los correspondientes al COVID-19, el perímetro de acción de la política monetaria se centra en la tasa de referencia y en propiciar un funcionamiento ordenado de los mercados financieros, pero no puede por sí sola

contrarrestar los efectos reales de los choques observados. **Uno** señaló que es ampliamente aceptado que el efecto de las tasas de interés en la actividad económica en México a lo largo del ciclo es modesto. Destacó además que la mayoría de los analistas considera que si bien las acciones de los bancos centrales pueden reducir las tensiones financieras, la política monetaria difícilmente tiene un impacto relevante en la trayectoria cíclica del sector real ante choques como el derivado del COVID-19. Afirmó que en la coyuntura actual, es difícil anticipar una respuesta importante de consumidores o empresas a movimientos en la tasa de interés. Argumentó que en este tipo de casos la implementación de medidas bien dirigidas hacia los sectores más afectados tiene una efectividad mayor.

La mayoría destacó que la política más eficiente para responder a la coyuntura actual es la fiscal.

Uno subrayó la importancia de acciones orientadas a atacar las causas fundamentales de la crisis, es decir, el problema de salud pública. Indicó que es difícil esperar una disminución significativa de la incertidumbre en los mercados mientras no exista la percepción de progresos importantes en esta dirección. Señaló que de manera simultánea se deben implementar otras medidas que permitan evitar un daño severo al aparato productivo y al sistema financiero, y que esto permitiría una recuperación rápida una vez que el choque se disipe. Enfatizó que la magnitud y naturaleza de la crisis requiere de acciones en varios frentes y que la política monetaria solo es un instrumento y no el más importante. Agregó que las acciones que fortalezcan la confianza en la capacidad de las autoridades para superar la problemática actual aumentarían el margen de maniobra para la política monetaria.

Algunos enfatizaron la importancia de que el Banco de México actúe con prudencia y cautela. **Uno** consideró fundamental que el comunicado de política monetaria señale que el Instituto Central estará vigilante de la evolución de la coyuntura y que, en el ámbito de su competencia, tomará medidas para que la economía se ajuste ordenadamente ante las condiciones actuales. **Otro** miembro argumentó que la naturaleza de los choques derivados de la pandemia y de los menores precios del petróleo tiene diferencias importantes para el caso de México, con respecto a lo observado en economías avanzadas, con inflaciones muy bajas, y con la mayoría de las emergentes, que tienen inflaciones por debajo de sus metas respectivas. En este contexto, comentó que la preocupación por presiones inflacionarias es menor, o incluso inexistente, en dichas economías. En

contraste, afirmó que la política monetaria en México ya venía haciendo frente a una situación de gran complejidad en virtud de que se observaba simultáneamente una actividad económica estancada o con una leve contracción, una tasa de inflación relativamente elevada, y una situación de alta incertidumbre. Notó que, con los choques recientes, el grado de complejidad se ha acentuado en todos estos frentes. Agregó que, en circunstancias de alta incertidumbre, es preferible errar por el lado de la prudencia. Opinó que es menos problemática una corrección de la tasa de referencia hacia la baja que hacia el alza, y que bajo las condiciones actuales los costos potenciales de una disminución excesiva de la tasa de interés son mayores que los de retrasar temporalmente una reducción. Si bien, reconoció que el Banco Central debe aprovechar los espacios que se abran para un relajamiento mayor de la política monetaria, por ejemplo ante evidencia más clara de que el choque de demanda dominará sobre los demás choques, y que esto es compatible con la convergencia de la inflación a la meta en el periodo de influencia de la política monetaria. Agregó que la autoridad monetaria debe estar lista para actuar de la forma y en la dirección que se requiera, considerando que las circunstancias pueden cambiar muy rápidamente en cualquier sentido.

Un miembro argumentó que al evaluar la magnitud y velocidad de un ajuste a la baja en la tasa de referencia que se debe llevar a cabo en esta contingencia deben tomarse en cuenta tres limitantes: i) México es una economía pequeña y abierta que enfrenta un choque externo y el margen que ofrece la política monetaria externa laxa global es incierto cuando se consideran las primas de riesgo a nivel global y la fuerte depreciación; ii) los efectos de la política monetaria podrían ser moderados ante la fuerte caída de la actividad económica en la coyuntura actual; y iii) las consideraciones de mediano plazo de garantizar la convergencia con la meta inflacionaria, dado un balance de riesgos para la inflación al alza. Profundizando al respecto de estas limitantes, señaló que la economía mexicana actualmente enfrenta un choque agregado que ha originado una recomposición de flujos hacia activos y divisas de menor riesgo, por lo que una reducción exagerada de la tasa de referencia podría exacerbar este fenómeno. Detalló que el FMI recomienda la reducción de las tasas de interés en la medida de que esto sea posible y poner énfasis en la guía futura sobre el patrón esperado de la política monetaria. Destacó que, para las economías emergentes, dicha

institución sugiere además un balance entre apoyar el crecimiento y las evidentes necesidades de liquidez contra las presiones externas. Agregó que este es el caso de la economía mexicana, que al estar vinculada con el exterior, es más susceptible a cambios en la aversión al riesgo. Detalló que los incrementos recientes en este indicador han contribuido a una depreciación importante de la moneda nacional. Al respecto, advirtió que aun cuando las estimaciones econométricas sugieren que el traspaso del tipo de cambio a la inflación es muy reducido, los niveles actuales del tipo de cambio podrían afectar a las expectativas de inflación. Adicionalmente, sostuvo que un deterioro de las finanzas públicas es un elemento más de riesgo, que debe considerarse.

Abundó diciendo que tanto las consideraciones de mediano plazo como el balance de riesgos para la inflación al alza indican cierta prudencia en el camino hacia una posición laxa. Sostuvo que es necesaria una estrategia de mediano plazo que considere el balance de riesgos de la inflación al alza, y la posposición de la convergencia a la meta, como ya sucedió y se reportó en el Informe Trimestral de Octubre-Diciembre 2019. Señaló que debe evitarse que las expectativas de inflación se desanclen. Al respecto, consideró que una relajación en exceso mandaría una señal equivocada para la formación de expectativas de inflación, pudiendo comprometer la convergencia de la inflación a la meta. No obstante, también mencionó que la situación de emergencia que se presenta con la pandemia actual sugiere poner menos énfasis en el cumplimiento puntual de corto plazo del objetivo de inflación.

Teniendo en cuenta estas limitantes, este miembro indicó que la situación de crisis y de emergencia apunta a que sería deseable una importante reducción en la tasa de referencia. Sin embargo, en su planteamiento de ajuste a la tasa de referencia consideró el procurar un mayor consenso para mandar una señal mucho más clara. Apuntó que un deterioro mayor en los mercados financieros será considerado para evaluar la necesidad de medidas adicionales en caso de ser necesario. Consideró que, en este contexto de fragilidad e incertidumbre, se necesita más que nunca que el Banco de México se mantenga vigilante ante los acontecimientos e incorpore la información relevante para la toma de decisiones.

Respecto de las posibles medidas para proveer liquidez en moneda nacional y extranjera, todos coincidieron en que contribuirían a una mejoría en las condiciones de liquidez y a un adecuado

funcionamiento de los mercados financieros nacionales. Ante ajustes muy significativos y erráticos en los precios de activos, **uno** destacó la necesidad de mejorar las condiciones de operación de los mercados y propiciar un mejor proceso de descubrimiento de precios. **Otro** argumentó que dado el deterioro en los mercados financieros y los riesgos asociados para la instrumentación de la política monetaria y la estabilidad financiera, es necesaria una respuesta pronta del Banco de México, subrayando las siguientes acciones: i) reducción de la tasa objetivo; ii) medidas complementarias que contribuyan a mejorar las condiciones de liquidez, permitiendo a las instituciones financieras contrarrestar las presiones externas y evitar desequilibrios en sus balances o incrementos involuntarios en su exposición al riesgo; iii) otras medidas que propicien el funcionamiento adecuado de los mercados financieros; y iv) adelantar la decisión lo antes posible con el mensaje implícito de urgencia y de emergencia como respuesta a la crisis inducida por el coronavirus. Mencionó que al garantizar la liquidez en los mercados financieros, se busca apoyar los determinantes de la demanda agregada, así como la confianza de consumidores y empresas. Con ello, se propicia el sano desarrollo del sistema financiero. **Uno** externó que es momento para considerar programas de compras de activos como los adoptados por otros bancos centrales. Mencionó que lo anterior cobra sentido, ya que parte de la inestabilidad se debe a la caída de los precios del petróleo, derivada de la combinación de choques de oferta y demanda, donde al menos uno de estos es de naturaleza transitoria. Añadió que debe evitarse la pérdida de valor de algunos activos críticos y la correspondiente destrucción de colateral. Además, agregó que, en un contexto como el actual, las medidas para proveer liquidez contribuyen a que un relajamiento monetario tenga un canal de transmisión al sector real más efectivo.

La mayoría señaló que en días previos ya se habían adoptado acciones para mejorar el funcionamiento de los mercados. En particular, subrayó que el 9 de marzo la Comisión de Cambios aumentó el programa de coberturas cambiarias y que se realizaron subastas el 12 y 18 de marzo. Uno comentó que estas medidas se tomaron para mejorar las condiciones de operación y liquidez en el mercado cambiario y no por consideraciones sobre el nivel del tipo de cambio. **Algunos** agregaron que el 19 de marzo el Banco de México anunció el establecimiento de líneas de intercambio de divisas con la Reserva Federal de

Estados Unidos hasta por 60 mil millones de dólares por al menos 6 meses. **Uno** detalló que estas líneas son mecanismos recíprocos y temporales similares a los acordados por la Reserva Federal con otros bancos centrales, incluido el Banco de México, en 2008. Destacó algunos de los beneficios de las medidas propuestas: i) las subastas de dólares contribuyen a un mejor funcionamiento del mercado cambiario, evitando posibles distorsiones en el financiamiento en dólares, utilizando la línea de intercambio de divisas con la Reserva Federal; ii) la reducción del costo del financiamiento colateralizado de más de 2 veces la tasa de fondeo a uno ligeramente superior a la tasa de fondeo, aumenta las alternativas de financiamiento para el sistema bancario en moneda nacional; iii) la reducción en los depósitos de regulación monetaria aumenta la disponibilidad de recursos de la banca comercial y de desarrollo para poder hacer frente a las necesidades de financiamiento adicionales de hogares y empresas; además ofrece importantes beneficios, al poder instrumentarse de manera directa e implicar una reducción de pasivos del Banco Central, y no una ampliación de su crédito; iv) el fortalecimiento del programa de formadores de mercado, que es un programa de la SHCP, del cual el Banco de México es agente financiero, puede ofrecer a los formadores de mercado nuevas alternativas para administrar con mayor agilidad sus posiciones en títulos e incentivos adicionales para adquirir valores, mejorando así la operación del mercado de valores gubernamentales y las condiciones de compra-venta de títulos.

3. DECISIÓN DE POLÍTICA MONETARIA

Considerando los riesgos para la inflación, la actividad económica y los mercados financieros derivados de la pandemia del COVID-19, se plantean retos importantes para la política monetaria y la economía en general. Ante las afectaciones previstas, con la presencia de todos sus miembros, la Junta de Gobierno determinó por mayoría reducir en 50 puntos base el objetivo para la Tasa de Interés Interbancaria a un día a un nivel de 6.5%. Un miembro votó por disminuir dicho objetivo a un nivel de 6.75%.

La Junta de Gobierno tomará las acciones que se requieran con base en la información adicional, de tal manera que la tasa de referencia sea congruente con la convergencia ordenada y sostenida de la inflación general a la meta del Banco de México en

el plazo en el que opera la política monetaria. Perseverar en fortalecer los fundamentos macroeconómicos y adoptar las acciones necesarias, tanto en el ámbito monetario como fiscal, contribuirá a un mejor ajuste de los mercados financieros nacionales y de la economía en su conjunto.

4. VOTACIÓN

Alejandro Díaz de León Carrillo, Irene Espinosa Cantellano, Gerardo Esquivel Hernández, 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 6.5%.

Javier Eduardo Guzmán Calafell votó a favor de reducir el objetivo para la Tasa de Interés Interbancaria a un día en 25 puntos base a un nivel de 6.75%.

5. OPINIONES/VOTOS DISIDENTES

Voto. Javier Eduardo Guzmán Calafell

La pandemia del COVID-19, junto con la caída de los precios internacionales del petróleo, han acentuado los ya complejos retos para la política monetaria, al dar lugar a presiones en sentidos opuestos para la inflación, y al aumentar la incertidumbre, esto último reflejado en que el peso haya registrado la mayor depreciación entre las principales monedas emergentes desde mediados de febrero. Esta situación, y otros desafíos de naturaleza tanto interna como externa, exigen implementar la política monetaria con prudencia, y tomando en cuenta que el impacto de la tasa de interés en la actividad económica, modesto para México según numerosos cálculos, es aún más limitado ante choques como el actual. Con un escenario difuso para la inflación y un elevado nerviosismo en los mercados financieros, considero preferible una disminución de 25 puntos base para la tasa de referencia. En un entorno rápidamente cambiante, la política monetaria debe ajustarse en el momento y magnitud que se requiera, y el Banco Central debe continuar contribuyendo a propiciar condiciones ordenadas en los mercados financieros internos y en el cambiario. Sin embargo, debe tenerse presente que para superar la crisis es indispensable adoptar las acciones procedentes en los ámbitos de salud pública y fiscal.

ANEXO

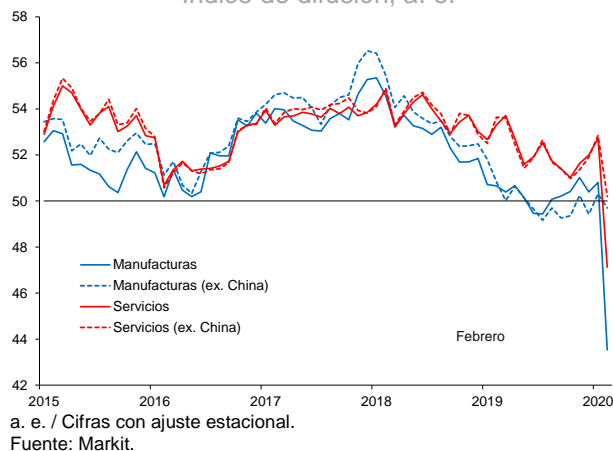
La información presentada en este Anexo fue elaborada para esta sesión por las Direcciones Generales de Investigación Económica y de Operaciones de Banca Central, ambas del Banco de México, y no necesariamente refleja las consideraciones de los miembros de la Junta de Gobierno respecto de su decisión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

A.1. Condiciones externas

A.1.1. Actividad económica mundial

La rápida propagación del coronavirus (COVID-19) alrededor del mundo ha afectado severamente las perspectivas de crecimiento de la economía mundial y ha conducido a un deterioro importante en las condiciones financieras globales (Gráfica 1). La adopción de medidas para hacer frente a la emergencia de salud ha tenido un impacto en las cadenas de suministro y en sectores como los de energía, turismo y transporte. Además, el marcado aumento en la incertidumbre ha resultado en un fuerte deterioro en la confianza de los hogares y los negocios, lo que, a su vez, tendrá un impacto negativo sobre la inversión y el consumo. Adicionalmente, la fuerte caída que se espera en la demanda mundial ha provocado una importante disminución en los precios del petróleo, la cual ha sido acentuada por la ruptura en los acuerdos sobre recortes de producción entre Arabia Saudita y Rusia. Así, las proyecciones de crecimiento de la economía mundial se han revisado fuertemente a la baja para 2020. Asimismo, el balance de riesgos para el crecimiento se ha tornado significativamente más negativo, dada la elevada incertidumbre sobre el alcance de la crisis sanitaria global y su efecto sobre la economía real, así como las repercusiones en los mercados financieros internacionales. Todo lo anterior ha llevado a diversos bancos centrales de economías avanzadas y emergentes a reducir sus tasas de interés, en algunos casos, de manera anticipada. Al mismo tiempo, se han implementado otras medidas monetarias y fiscales extraordinarias para atenuar los efectos de la caída esperada en la demanda interna y externa, así como para garantizar el buen funcionamiento de los mercados financieros.

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



En Estados Unidos, se prevé que el crecimiento del PIB disminuya significativamente durante la primera mitad del año, como resultado de las afectaciones a las cadenas de suministro y la disminución en la confianza de hogares y negocios ocasionada por la pandemia de COVID-19. En particular, se espera que las medidas para contener la propagación del virus y los posibles efectos negativos de la volatilidad financiera sobre la riqueza de los hogares ocasionen una caída significativa en el consumo privado. Del mismo modo, se espera que persista la debilidad observada en la inversión en equipo y estructuras ante la incertidumbre respecto de los efectos de la pandemia sobre la economía. En marzo, el gobierno estadounidense declaró estado de emergencia nacional y anunció diversas medidas para atender dicha situación. El gobierno y el Congreso de ese país analizan un paquete de estímulo de más de un billón de dólares para mitigar el impacto de la emergencia de salud.

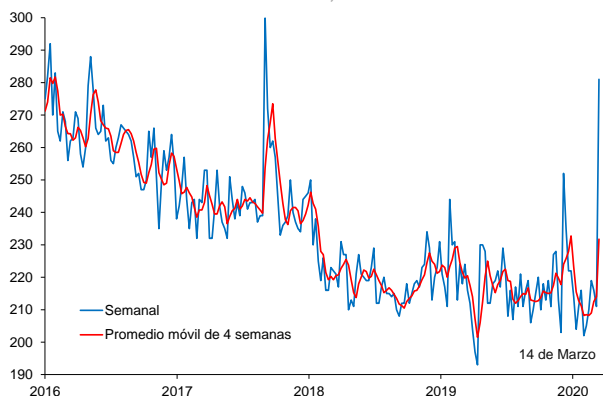
Si bien los datos para la producción industrial en Estados Unidos correspondientes a febrero aún no reflejaban afectaciones evidentes del brote de COVID-19, los indicadores prospectivos disponibles a marzo, como los Índices de Gerentes de Compras del Sector Manufacturero (Nueva York-Empire State y del Banco de la Reserva Federal de Filadelfia), presentaron una contracción significativa.

Los indicadores del mercado laboral en Estados Unidos disponibles para febrero mostraron relativa fortaleza. En particular, el crecimiento de la nómina no agrícola pasó de 184 mil nuevas plazas en diciembre de 2019 a 273 mil en febrero del presente

año, cifra superior al nivel necesario para cubrir el crecimiento de la fuerza laboral, y la tasa de desempleo disminuyó de 3.6% a 3.5% entre enero y febrero. No obstante, las solicitudes iniciales del seguro de desempleo repuntaron en 70 mil peticiones en la semana que concluyó el 14 de marzo, ubicándose en 281 mil, el nivel más elevado en dos años, sugiriendo un debilitamiento considerable en el mercado laboral de ese país en ese periodo (Gráfica 2).

Gráfica 2
EUA: Solicitudes Iniciales del Seguro de Desempleo

En miles, a. e.



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

En la zona del euro, se prevé que la actividad se contraiga durante el primer semestre del año como resultado de las afectaciones causadas por la pandemia. Si bien los indicadores de confianza económica y el componente de producción del Índice Compuesto de Gerentes de Compras a febrero todavía no reflejaban dichas afectaciones, los componentes de producción futura y de pedidos de exportación han disminuido, sugiriendo una caída de la demanda. Los mayores retrasos en las entregas de insumos sugieren posibles afectaciones a las cadenas de suministro. Cabe destacar que la Comisión Europea propuso una iniciativa por 25 mil millones de euros y confirmó su disposición a flexibilizar ciertas reglas presupuestarias para enfrentar la emergencia económica, mientras que el Banco de Inversión Europeo facilitará financiamiento por 40 mil millones de euros para empresas afectadas por la emergencia.

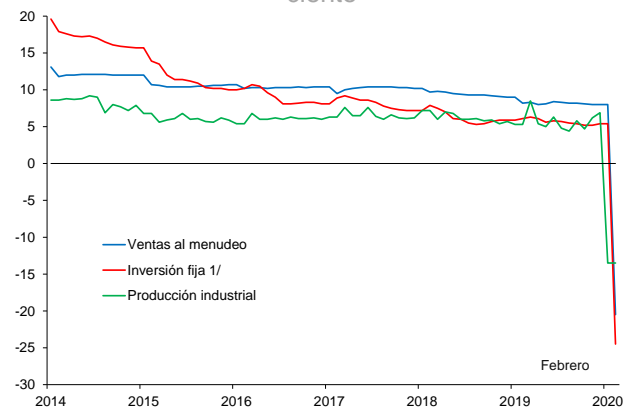
En Japón, se espera que en el primer trimestre del año la actividad económica se contraiga. Este sería el segundo trimestre consecutivo de contracción en esa economía. Ello respondería a la fuerte caída en el consumo privado, particularmente en servicios, derivada de las medidas para contener la

propagación del COVID-19 y de una contribución negativa de las exportaciones netas resultado de las afectaciones a las cadenas de suministro. El gobierno ha destinado recursos considerables a la implementación de diversas medidas tanto de prevención y control, como de apoyo a los hogares y empresas afectados.

En las economías emergentes, la información oportuna, así como los pronósticos de crecimiento más recientes, sugieren una marcada debilidad de la actividad productiva durante el primer semestre del año, particularmente en las economías de Asia altamente integradas a China y en las exportadoras de materias primas. En China, los cierres de plantas y las restricciones de movilidad para contener el contagio provocaron una fuerte contracción de la actividad económica en lo que va del primer trimestre del año. En particular, se registraron marcadas contracciones en la producción industrial, ventas al menudeo e inversión en activos fijos en los primeros dos meses del año (Gráfica 3), mientras que las exportaciones e importaciones también se redujeron significativamente ante el cierre temporal de fábricas y las interrupciones en el sector de transporte. En América Latina, si bien hasta ahora se registran un menor número de casos de contagio relativo a otras regiones, se prevé que las medidas para contenerlo, el debilitamiento de la demanda global, las condiciones de financiamiento externo más apretadas y los precios más bajos del petróleo impacten negativamente el crecimiento del PIB en el primer semestre del año.

Gráfica 3
China: Indicadores de Actividad Económica

Variación anual y variación anual acumulada en por ciento



1/ Corresponde a la variación anual acumulada en por ciento
Fuente: Haver Analytics.

Los precios internacionales de las materias primas registraron una fuerte caída desde la última decisión de política monetaria en México. En particular, los precios del crudo mostraron una marcada disminución por la menor demanda de petróleo esperada en el mundo ante los efectos globales de la pandemia. Esta caída se acentuó con la ruptura en los acuerdos de recortes de producción entre Arabia Saudita y Rusia, generando temores de que la oferta mundial de crudo se incremente fuertemente en los próximos meses en un entorno de debilidad de la demanda por petróleo. Los precios de los metales industriales se redujeron ante la expectativa de que el debilitamiento de la actividad económica reducirá la demanda de bienes manufactureros. Finalmente, los precios de los granos presentaron una caída debido al temor de que las medidas de contingencia debiliten la demanda y el comercio internacional de granos, en particular aquellos asociados a la producción del etanol.

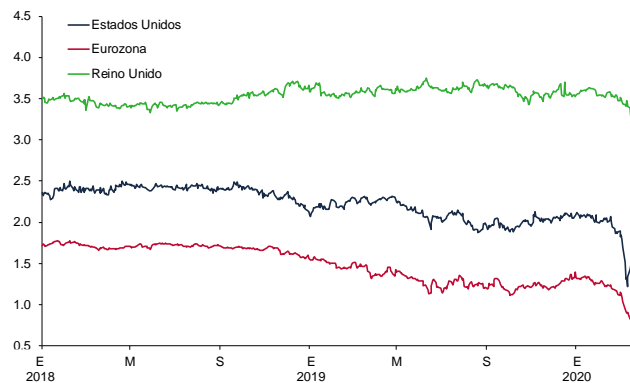
A.1.2. Política monetaria y mercados financieros internacionales

Las inflaciones general y subyacente en las economías avanzadas continúan en niveles bajos y se espera que disminuyan en los próximos meses ante la caída en los precios de las materias primas, especialmente del petróleo, así como de otros bienes y servicios, como resultado de la caída en la demanda global asociada con las medidas para enfrentar la pandemia. Las expectativas de inflación derivadas de encuestas y de instrumentos financieros ya reflejan esta dinámica (Gráfica 4). En las economías emergentes, si bien en varios países la inflación general se mantiene baja, se ha incrementado el número de países en los que esta se ha ubicado por encima de la meta. Las recientes presiones sobre sus tipos de cambio podrían conducir a incrementos en las presiones inflacionarias en un mayor número de estos.

En este entorno de inflación baja y de mayores riesgos para la economía mundial en el corto y mediano plazos, los bancos centrales de las principales economías avanzadas han anunciado acciones de relajamiento monetario y/o diversas medidas para promover la liquidez y el flujo de crédito en la economía y, en general, para garantizar el buen funcionamiento de los mercados financieros. Las expectativas extraídas de instrumentos de mercado anticipan que los bancos mantendrán una postura de política monetaria altamente acomodaticia (Gráfica 5). En las economías emergentes, diversos bancos centrales han

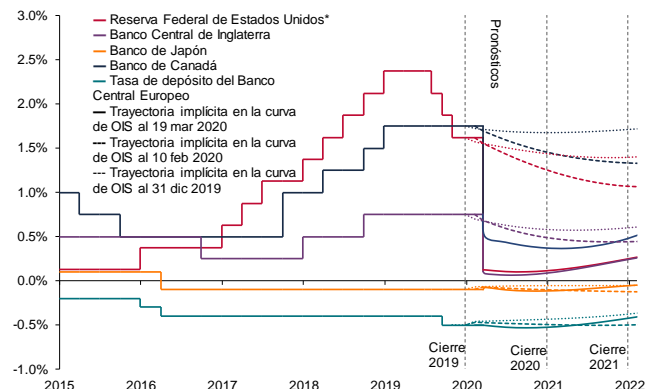
anunciado recortes a sus tasas de interés, destacando los casos de Chile, República Checa, Corea, Polonia, Turquía y Perú, entre otros. Asimismo, varios bancos han anunciado medidas de liquidez e intervenciones en los mercados financieros para hacer frente a la mayor volatilidad derivada de la pandemia y garantizar su buen funcionamiento.

Gráfica 4
Inflación Implícita en los Swaps de Inflación de Cinco Años dentro de Cinco Años de Países Seleccionados
 Porcentaje



Fuente: Bloomberg.

Gráfica 5
Tasas de Referencia y Trayectorias Implícitas en Curvas OIS^{1/}
 Porcentaje



1/OIS: Swap de tasa de interés fija por flotante en donde la tasa flotante está ligada a la tasa de referencia 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: Bloomberg.

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

- i) La Reserva Federal de Estados Unidos, en reuniones no calendarizadas, disminuyó en dos ocasiones la tasa de referencia, primero el 3 de marzo con un recorte de 50 puntos base y a mediados del mismo mes con otro de 100 puntos, llevando la tasa de interés a un rango de 0% a 0.25%. Adicionalmente, aumentó el tamaño de las operaciones de reporto y extendió sus vencimientos a un mes y tres meses en lo que resta de marzo, con el fin de atender interrupciones inusuales en los mercados de financiamiento del Tesoro y en los mercados de dinero de Estados Unidos. Asimismo, anunció que aumentará sus tenencias de bonos gubernamentales en al menos 500 mil millones de dólares y sus tenencias de valores respaldados por hipotecas en al menos 200 mil millones y que adoptará acciones para apoyar las necesidades crediticias de los hogares y de las empresas para garantizar el buen funcionamiento de los mercados financieros. A fin de reducir las presiones en los mercados globales de fondeo en dólares, en coordinación con otros bancos centrales de economías avanzadas (Inglaterra, Canadá, Japón, zona del Euro y Suiza), dio a conocer modificaciones a la línea de intercambio de liquidez en dólares y anunció nuevas líneas de liquidez con otros bancos centrales, incluido el Banco de México, que durarán al menos seis meses.
- ii) En su reunión de marzo, el Banco Central Europeo (BCE) mantuvo sin cambio sus tasas de interés de referencia, si bien anunció un paquete de medidas para hacer frente a las afectaciones por la propagación del COVID-19. En particular, otorgará temporalmente préstamos de largo plazo adicionales, concentrándose en los destinados a pequeñas y medianas empresas; realizará compras de activos adicionales por 120 mil millones de euros en lo que resta del año, y seguirá reinvertiendo el principal obtenido por los vencimientos de títulos del programa de compra de activos por un periodo extendido. Posteriormente, anunció un Programa de Compra de Activos por la Emergencia Pandémica por 750 mil millones de euros destinados a compras de valores públicos o privados hasta finales de 2020 o hasta que se termine la crisis.
- iii) El Banco de Inglaterra, en reuniones no calendarizadas disminuyó en dos ocasiones la tasa de referencia en un total de 65 puntos base a un nivel 0.1%. Por otra parte, anunció un incremento en su programa de compra de activos de 200 mil millones de libras a un total de 645 mil millones de libras. Asimismo, introdujo un nuevo esquema de financiamiento a plazo con incentivos para las pequeñas y medianas empresas y una nueva facilidad de financiamiento corporativo, y redujo de 1.0% a 0% la tasa de reservas de capital contracíclico.
- iv) El Banco de Japón adoptó una postura de política monetaria más acomodaticia en una reunión no

calendarizada a mediados de marzo en la que, si bien mantuvo la tasa de referencia sin cambio en -0.1% y la tasa objetivo de 10 años en 0%, anunció diversas medidas para relajar su postura monetaria mediante la ampliación del suministro de fondos a través de la compra de bonos gubernamentales y la provisión de fondos en dólares estadounidenses, la facilitación del financiamiento corporativo, y el aumento de las compras de fondos accionarios (ETF) y fondos de inversión inmobiliaria (J-REIT).

- v) El Banco de Canadá disminuyó la tasa de referencia en dos ocasiones en el mes de marzo, tanto en su reunión calendarizada, como en una decisión extemporánea. Los recortes fueron de 50 puntos base cada uno, llevando la tasa de referencia de un nivel de 1.75% a 0.75%. Asimismo, anunció un programa de compra de bonos hipotecarios por 500 millones de dólares canadienses por semana hasta que las condiciones lo ameriten. Aunado a lo anterior, el Banco tomó varias medidas para garantizar la liquidez en el mercado de fondeo.

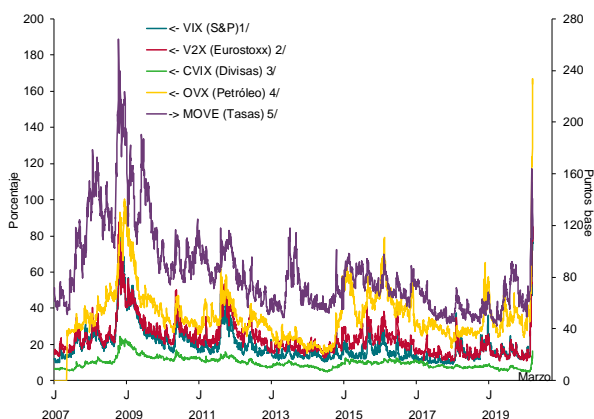
Como consecuencia de la evolución de la pandemia y las preocupaciones sobre su impacto en la actividad económica mundial, en los mercados financieros internacionales se observó un aumento significativo en la volatilidad (Gráfica 6), un marcado sentimiento de aversión al riesgo por parte de inversionistas, un mayor apretamiento en las condiciones financieras, y un deterioro en las condiciones de liquidez a nivel global. Los principales índices accionarios de países desarrollados presentaron importantes caídas; el dólar se apreció frente al resto de las divisas de países avanzados; las tasas de interés de países desarrollados mostraron movimientos mixtos, con caídas importantes en Estados Unidos y aumentos en Europa; y los diferenciales de los bonos corporativos respecto de los bonos gubernamentales se ampliaron. Destaca la caída en la tasa del bono a 10 años de Estados Unidos desde inicios del año, la cual registró un nivel mínimo histórico, con lo cual se invirtió temporalmente la pendiente de la curva de rendimientos en ese país, si bien en las últimas semanas la pendiente volvió a ser positiva (Gráfica 7). En este contexto, en las economías emergentes se presentaron salidas de capitales, tanto en los mercados de renta fija, como en los de renta variable, registrándose movimientos hacia algunos activos de refugio (Gráfica 8). Cabe señalar que, a pesar de las medidas de liquidez y crédito implementadas por diversos bancos centrales, se ha seguido observando un comportamiento negativo en los mercados financieros internacionales.

Hacia delante, existe el riesgo de que la propagación de la pandemia se prolongue o intensifique, afectando al comercio y al crecimiento global aún más a lo anticipado. No se descartan mayores episodios de volatilidad en los mercados financieros derivados de la elevada incertidumbre en torno a la efectividad de las medidas adoptadas y la severidad de los efectos económicos de la pandemia y existe el riesgo de que el apretamiento en las condiciones financieras pudiera retroalimentar los efectos de la emergencia de salud sobre la economía real. Sumado a lo anterior, persisten diversos factores de riesgo, destacando la posibilidad de un nuevo escalamiento en las tensiones comerciales entre algunas de las principales economías, así como eventos geopolíticos. Sobresalen las diferencias que permanecen entre miembros de la OPEP y otros productores de crudo.

Gráfica 6

Índices Seleccionados de Volatilidad Implícita

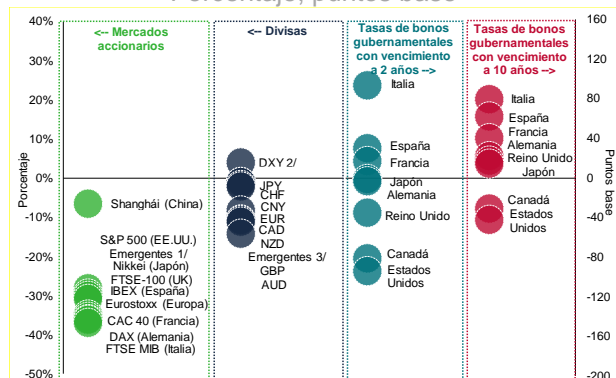
Porcentaje; puntos base



Fuente: Banco de México con datos de Bloomberg. 1/VIX: índice ponderado de volatilidad implícita a un mes en opciones para el S&P500 publicado por el Chicago Board Options Exchange. 2/V2X: índice ponderado de volatilidad implícita a un mes en opciones para el Euro Stoxx50 publicado por Deutsche Borse y Goldman Sachs. 3/CVIX: índice de volatilidad implícita a 3 meses de los tipos de cambio más operados con las siguientes ponderaciones: EURUSD: 35.9%, USDJPY: 21.79%, GBPUSD: 17.95%, USDCHF: 5.13%, USDCAD: 5.13%, AUDUSD: 6.14%, EURJPY: 3.85%, EURGBP: 2.56%, EURCHF: 1.28%. 4/ OVX: índice ponderado de volatilidad implícita a un mes en el mercado de opciones para el crudo. 5/ MOVE: índice de volatilidad implícita de opciones at the money a un plazo a vencimiento de un mes sobre bonos del Tesoro con vencimiento de 2, 5, 10 y 30 años. El índice es calculado por Merrill Lynch.

Gráfica 7
Variación de Indicadores Financieros
Seleccionados del 10 de febrero de 2020 al 19 de marzo de 2020

Porcentaje, puntos base



1/ Índice MSCI de países emergentes 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.

Gráfica 8

Desempeño de Activos de Países Emergentes
del 10 de febrero al 19 de marzo 2020

Porcentaje, puntos base

Región	País	Divisas	Bolsas	Tasas de interés 2A	Tasas de interés 10A	CDS
América Latina	México	-28.53%	-20.65%	79	161	185
	Brasil	-17.82%	-39.30%	96	199	235
	Chile	-8.31%	-33.41%	-58	24	105
	Colombia	-18.39%	-45.24%	-31	106	259
Europa emergente	Rusia	-23.45%	-25.69%	188	181	238
	Polonia	-9.30%	-28.59%	-84	-57	20
	Turquía	-8.85%	-28.01%	58	254	310
	Rep. Checa	-13.25%	-36.18%	-140	-72	17
Asia	Hungría	-7.83%	-33.78%	-7	10	39
	Malasia	-6.43%	-20.94%	-41	-6	144
	India	-5.24%	-30.97%	-30	-18	137
	Filipinas	-0.63%	-37.78%	-10	-20	117
	Tailandia	-4.10%	-31.99%	7	41	28
Indonesia	-16.05%	-31.03%	74	148	207	
África	Sudáfrica	-16.62%	-33.22%	-56	200	226

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

A.2. Evolución de la economía mexicana

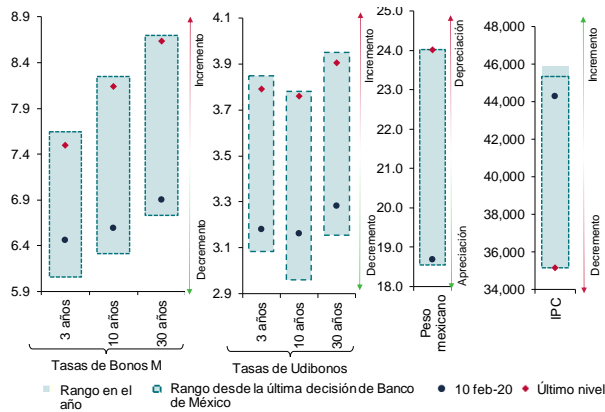
A.2.1. Mercados en México

Desde la última decisión de política monetaria a la fecha, al igual que en otras economías emergentes, los precios de los activos financieros en México presentaron un comportamiento negativo (Gráfica

9). Ello en un entorno de alta volatilidad y de mayor aversión al riesgo debido a los potenciales efectos adversos que pudiera tener a nivel global la mayor propagación del COVID-19, lo cual fue exacerbado por la caída en los precios del petróleo. Así, la cotización de la moneda nacional frente al dólar operó en un amplio rango de entre 18.52 y 24.65 pesos por dólar, siendo este último valor un nuevo máximo histórico intradía (Gráfica 10). Lo anterior se presentó en un contexto en el que las condiciones de operación, tanto realizadas como prospectivas, se deterioraron considerablemente. En ese sentido, en su primera acción desde finales de 2017, la Comisión de Cambios anunció un incremento del programa de coberturas cambiarias de 20 a 30 mil millones de dólares y ha subastado 4 mil millones de dólares de estos instrumentos durante las últimas dos semanas. Por su parte, el Banco de México y la Reserva Federal de Estados Unidos establecieron mecanismos recíprocos y temporales para el intercambio de divisas (conocidos como “líneas swap”) de hasta por 60 mil millones de dólares. Este nuevo mecanismo apoyará la provisión de liquidez en dólares en México y tendrá vigencia por, al menos, seis meses.

Gráfica 9
Desempeño y Condiciones de Operación de Mercados Mexicanos

Porcentaje, pesos por dólar e índice



Fuente: Elaboración de Banco de México.

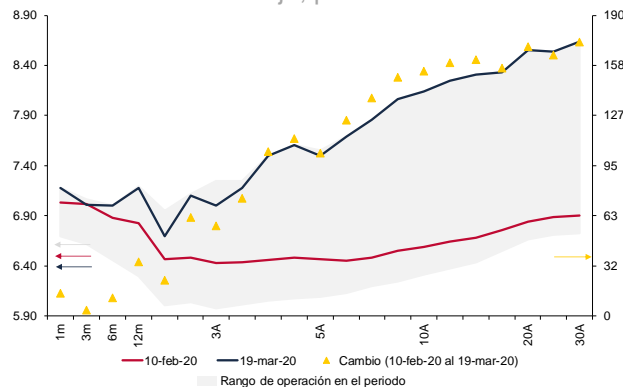
Gráfica 10
Tipo de Cambio del Peso Mexicano con Promedios Móviles
Pesos por dólar



Fuente: Elaboración de Banco de México.

Las tasas de interés de los valores gubernamentales presentaron aumentos considerables, de hasta 174 puntos base, a lo largo de toda la curva, concentrándose los cambios de mayor magnitud en los bonos de largo plazo (Gráfica 11). Estos movimientos se presentaron en un contexto en el que las condiciones de operación se deterioraron significativamente. En este entorno, y con el objetivo de coadyuvar en el funcionamiento de los mercados de deuda en el país, la Secretaría de Hacienda y Crédito Público anunció dos permutas de bonos gubernamentales de largo plazo por instrumentos de corto plazo por un monto de 76.8 mil millones de pesos.

Gráfica 11
Curva de Rendimiento de Valores Gubernamentales a Tasa Nominal
Porcentaje, puntos base

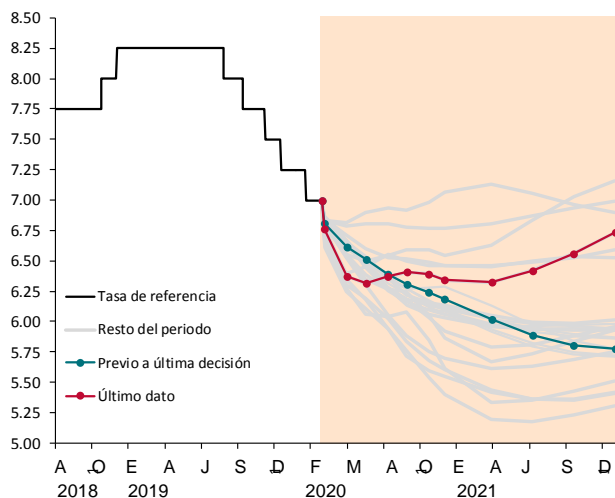


Fuente: PIP.

En cuanto a las expectativas respecto a la trayectoria de la tasa de referencia de política monetaria, la información implícita en la curva de swaps de TIIIE prácticamente descuenta un recorte de 25 puntos base para la decisión de marzo, mientras que los

analistas encuestados por Citibanamex esperan un recorte de 50 puntos base. Para el cierre de 2020, las variables de mercado anticipan un nivel para la tasa objetivo de alrededor de 6.50% (Gráfica 12), mientras que la mediana de la encuesta a economistas se mantuvo en 6.00%.

Gráfica 12
Tasa de Fondo Implícita en la Curva de Swaps de TIIIE
Porcentaje



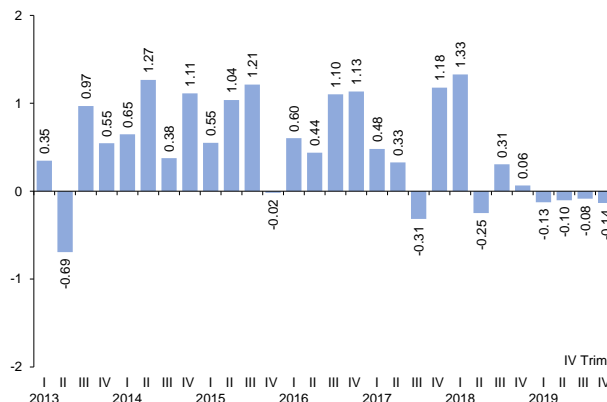
Fuente: Elaboración de Banco de México con datos Bloomberg.

A.2.2. Actividad económica en México

De acuerdo con la información disponible, a principios de 2020 y previo a la propagación del COVID-19, la actividad económica en México mantuvo la debilidad que se ha venido observando por varios trimestres (Gráfica 13), si bien algunos indicadores sugerían cierta mejoría hasta febrero, la cual podría haber persistido en ausencia de dicho brote. En efecto, la limitada información disponible para febrero parecería aún no reflejar afectaciones importantes derivadas de dicha pandemia, aunque en marzo se empezaron a reportar algunos paros técnicos por falta de insumos importados, primordialmente originarios de China, así como la cancelación de ciertas actividades, especialmente educativas, recreativas y culturales. Asimismo, dada la propagación interna de la pandemia y la mayor debilidad de la economía global, se espera que las afectaciones económicas se profundicen en el segundo trimestre del año y se extiendan por un periodo aún indeterminado.

Gráfica 13
Producto Interno Bruto

Variaciones porcentuales trimestrales, a. e.



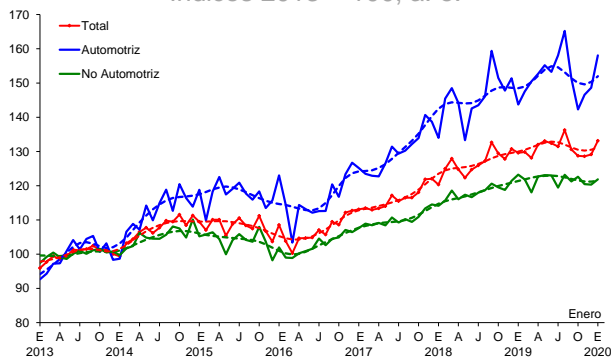
a. e. / Cifras con ajuste estacional.

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

En enero de 2020, las exportaciones manufactureras presentaron un avance respecto de la debilidad observada a finales de 2019. Este desempeño fue resultado, principalmente, de un repunte de las exportaciones automotrices, tanto las dirigidas a Estados Unidos, como al resto del mundo (Gráfica 14). Hacia adelante, se espera que la mayor debilidad mundial tenga un impacto desfavorable sobre el sector exportador mexicano.

En el último trimestre de 2019, el consumo privado mostró debilidad, resultado del estancamiento del consumo de bienes y servicios de origen nacional y de una desaceleración del consumo de bienes importados. Indicadores oportunos del consumo, como las ventas de vehículos ligeros mostraron un repunte a principios de 2020, previo a la propagación de la pandemia. Por su parte, al cierre de 2019 persistió la trayectoria decreciente de la inversión fija bruta. Al interior de este indicador, tanto el gasto en construcción, como el rubro de maquinaria y equipo, exhibieron debilidad. Se espera que, como resultado de las medidas adoptadas para hacer frente a la emergencia, tanto el consumo, como la inversión, empiecen a mostrar una afectación importante al cierre del primer trimestre.

Gráfica 14
Exportaciones Manufactureras Totales
 Índices 2013 = 100, a. e.



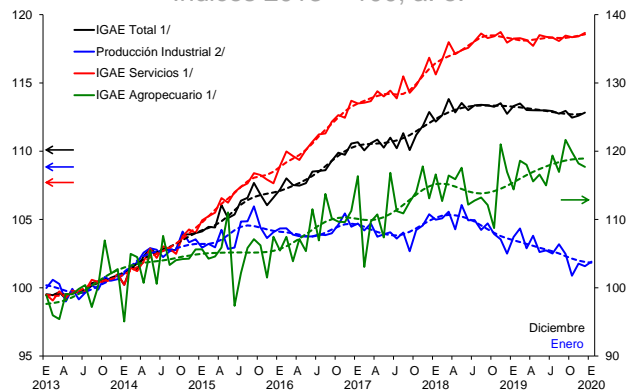
a. e. / Serie con ajuste estacional y serie de tendencia basadas en información en dólares nominales. La primera se representa con la línea sólida y la segunda con la punteada.
 Fuente: Banco de México con base en SAT, SE, Banco de México, INEGI. Balanza Comercial de Mercancías de México. SNIEG. Información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

Por el lado de la producción, a principios del primer trimestre de 2020 la producción industrial continuó exhibiendo debilidad, en tanto que los servicios cerraron el 2019 con atonía (Gráfica 15 y Gráfica 16). La limitada información disponible para febrero parecería aún no reflejar afectaciones importantes derivadas de la propagación de la pandemia. No obstante, en marzo se reportaron algunos paros técnicos en algunos sectores manufactureros por falta de insumos importados, primordialmente originarios de China, y paros técnicos en la industria automotriz como medida de prevención ante la emergencia de salud. Asimismo, se anunció la cancelación de diversas actividades, especialmente educativas, recreativas y culturales, con el fin de apoyar las medidas de distanciamiento social. Se espera que las afectaciones económicas ocasionadas por la pandemia se profundicen en el segundo trimestre del año y se extiendan por un periodo aún indeterminado.

En cuanto a la posición cíclica de la economía, se anticipa que las condiciones de holgura se amplíen más de lo previsto, con un balance de riesgos para el crecimiento considerablemente sesgado a la baja (Gráfica 17). Con relación al mercado laboral, en enero de 2020 se revirtió la importante contracción que las tasas de desocupación nacional y urbana habían presentado a finales de 2019 (Gráfica 18), en tanto que persistió el débil desempeño de la creación de puestos de trabajo afiliados al IMSS. Por su parte, con información al cuarto trimestre de 2019, como resultado del comportamiento de la productividad y de las remuneraciones medias reales, el costo unitario de la mano de obra para la economía en su

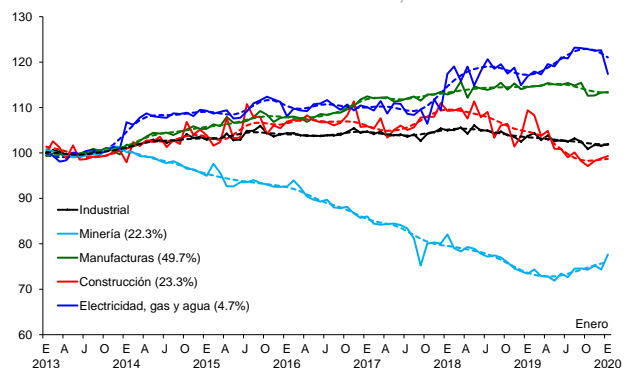
conjunto se ubicó en su nivel más elevado de los últimos años (Gráfica 19).

Gráfica 15
Indicadores de la Actividad Económica
 Índices 2013 = 100, a. e.



a. e. / Serie con ajuste estacional y serie de tendencia. La primera se representa con la línea sólida y la segunda con la punteada.
 1/ Cifras a diciembre de 2019.
 2/ Cifras a enero de 2020 del Indicador Mensual de la Actividad Industrial.
 Fuente: Sistema de Cuentas Nacionales de México (SCNM), INEGI.

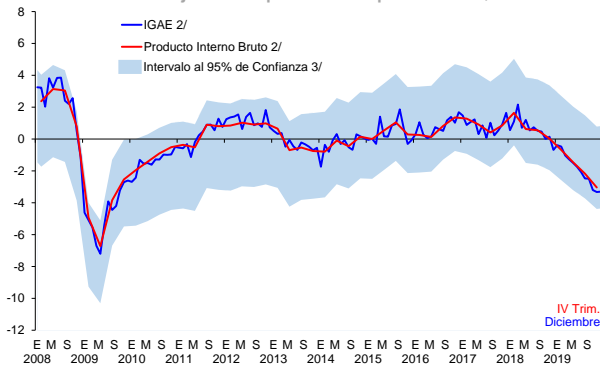
Gráfica 16
Actividad Industrial 1/
 Índices 2013 = 100, a. e.



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.

Gráfica 17
Estimaciones de la Brecha del Producto ^{1/}
Sin Industria Petrolera ^{4/}

Porcentajes del producto potencial, a. e.



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

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

2/ Cifras del PIB al cuarto trimestre de 2019 y del IGAE a diciembre de 2019.

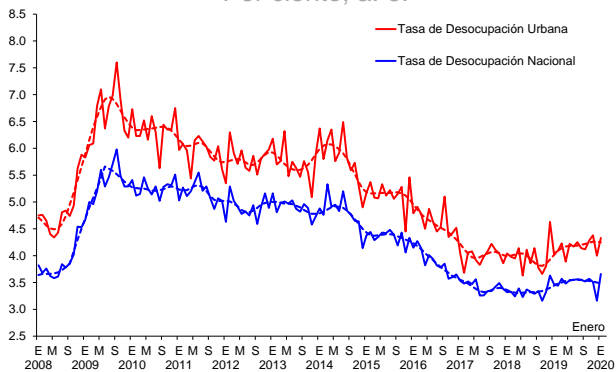
3/ Intervalo de confianza de la brecha del producto calculado con un método de componentes no observados.

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 18
Tasa de Desocupación Nacional y Tasa de Desocupación Urbana

Por ciento, a. e.

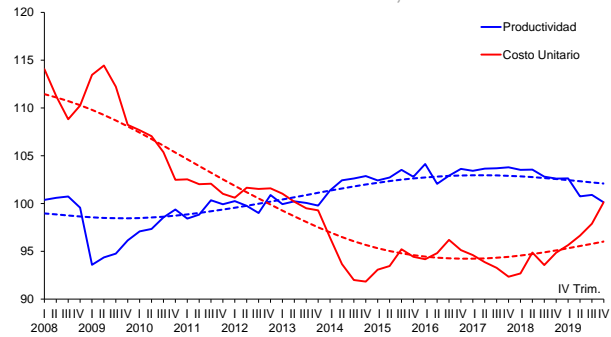


a. e. / Serie con ajuste estacional y serie de tendencia. La primera se representa con la línea sólida y la segunda con la punteada.

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

Gráfica 19
Índice Global de Productividad Laboral de la Economía (IGPLE) y de Costo Unitario de la Mano de Obra ^{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. Las series de tendencia fueron estimadas por el Banco de México.

1/ Productividad con base en las horas trabajadas.

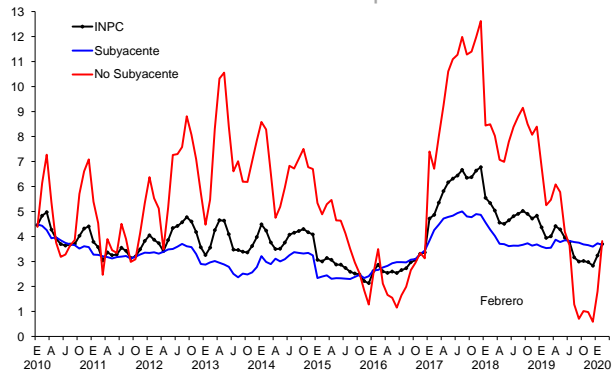
Fuente: IGPLE publicado por INEGI. Costo Unitario elaborado por el Banco de México con cifras del INEGI.

En enero de 2020, el financiamiento interno al sector privado continuó registrando una reducción en su ritmo de expansión. A su interior, el correspondiente a las empresas privadas siguió desacelerándose, situación que se observa desde la segunda mitad de 2018. Dicha tendencia se explica por el menor crecimiento del crédito bancario y por una menor emisión de deuda interna. En el segmento de hogares, el crédito a la vivienda mostró un menor dinamismo, en tanto que el crédito bancario al consumo siguió creciendo a tasas bajas. Respecto de las tasas de interés, las correspondientes al financiamiento a las empresas se redujeron, acorde con la disminución de la tasa de interés de fondeo bancario. Por su parte, las tasas de interés del crédito a la vivienda disminuyeron ligeramente en diciembre de 2019, después de haber permanecido estables desde el segundo trimestre de 2017. En el segmento de consumo, las tasas de interés de las tarjetas de crédito y créditos personales interrumpieron la trayectoria al alza que se venía observando. Con respecto a la calidad de la cartera, los índices de morosidad del crédito a las empresas e hipotecario se mantuvieron en niveles bajos, mientras que los correspondientes al consumo no mostraron cambios significativos y continúan en niveles elevados.

A.2.3. Comportamiento y perspectivas de la inflación

Entre enero y febrero de 2020, la inflación general anual presentó un aumento al pasar de 3.24 a 3.70% (Gráfica 20 y Cuadro 1). Este resultado se debió a un decremento de 4 puntos base en la incidencia de la inflación subyacente y a un incremento de 50 puntos base en la incidencia de la no subyacente.

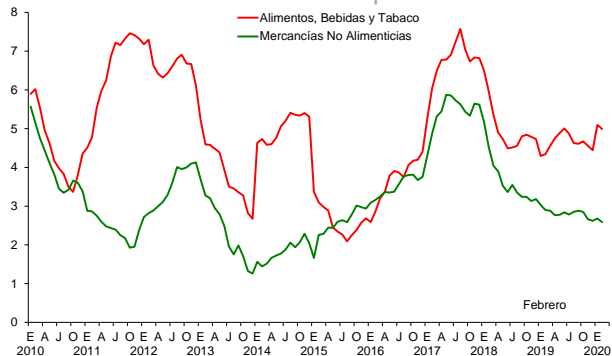
Gráfica 20
Índice Nacional de Precios al Consumidor
Variación anual en por ciento



Fuente: Banco de México e INEGI.

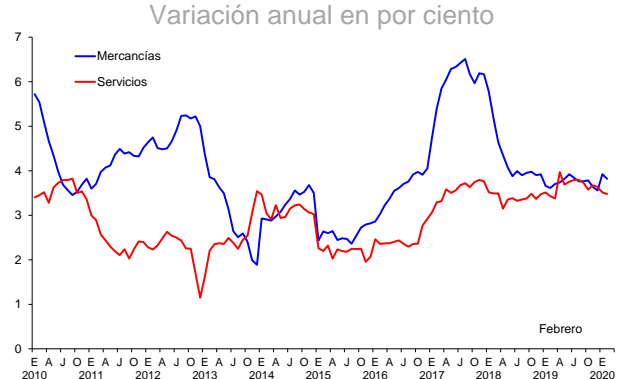
La inflación subyacente anual se redujo de un nivel de 3.73 a 3.66% entre enero y febrero de 2020. En particular, la variación anual de las mercancías alimenticias disminuyó de 5.10 a 4.99%, en tanto que la de las no alimenticias se redujo de 2.68 a 2.58% (Gráfica 21). Por su parte, la variación anual de los servicios presentó una disminución marginal al pasar de 3.51 a 3.48% en los meses referidos (Gráfica 22), lo cual se asocia, principalmente, a menores incrementos en relación al año previo en los precios de los servicios turísticos y de alimentación.

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



Fuente: Banco de México e INEGI.

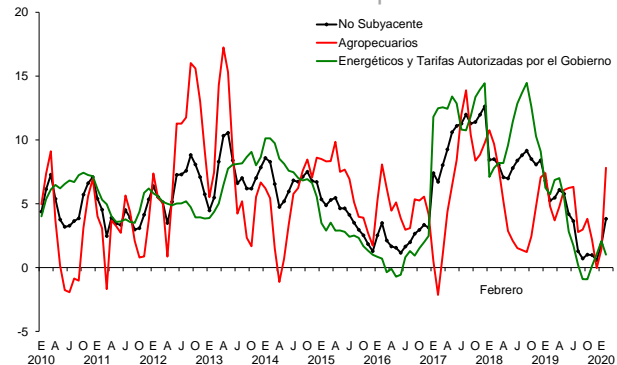
Gráfica 22
Subíndice Subyacente de las Mercancías y Servicios
Variación anual en por ciento



Fuente: Banco de México e INEGI.

En cuanto a la inflación no subyacente anual, entre enero y febrero de 2020 esta se incrementó de 1.81 a 3.81% (Gráfica 23 y Cuadro 1). Este resultado se debió a un aumento en la variación anual de los precios de los productos agropecuarios, destacando el que se observó en el caso de las frutas y verduras, lo cual fue parcialmente contrarrestado por una reducción en la variación anual de los precios de las gasolinas y del gas L.P.

Gráfica 23
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 enero y febrero las correspondientes a la inflación general de corto, mediano y largo plazo se mantuvieron relativamente estables, si bien en niveles superiores a 3%. Por su parte, las correspondientes a la inflación subyacente registraron ligeros cambios diferenciados. Finalmente, las expectativas de inflación de largo plazo implícitas en instrumentos de mercado disminuyeron marginalmente en el mismo periodo, al

igual que la prima por riesgo inflacionario, si bien en el margen la compensación por inflación y riesgo inflacionario ha repuntado en un contexto de volatilidad.

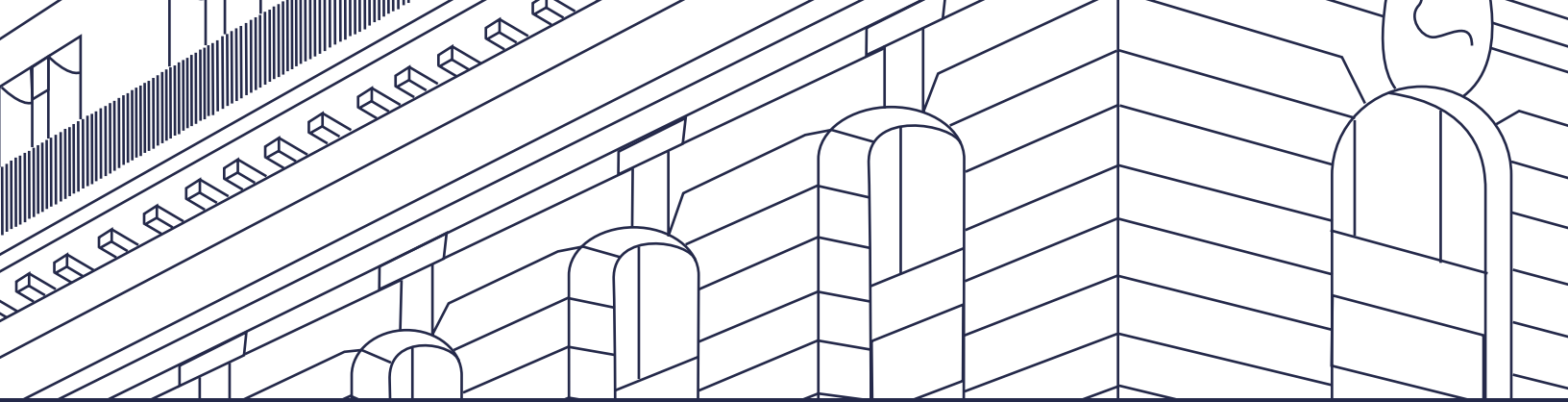
La pandemia del Covid-19 impone riesgos importantes para la inflación, pero con efectos inciertos. Por una parte, la ampliación que presentaría la brecha negativa del producto, aunada a la disminución en los precios internacionales de los energéticos, podrían implicar presiones a la baja sobre este indicador. No obstante, ello podría verse

contrarrestado por las presiones al alza que podría tener la depreciación del tipo de cambio sobre los precios. En este contexto, existe una alta incertidumbre sobre la magnitud y la duración de los distintos choques de oferta y de demanda, así como sobre el tamaño y la persistencia de las perturbaciones en los mercados financieros, de modo que los efectos sobre la inflación en el corto y mediano plazo son inciertos. Así, la incertidumbre sobre el balance de riesgos para la inflación se ha acentuado.

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

Concepto	Diciembre 2019	Enero 2020	Febrero 2020
INPC	2.83	3.24	3.70
Subyacente	3.59	3.73	3.66
Mercancías	3.56	3.92	3.82
Alimentos, Bebidas y Tabaco	4.45	5.10	4.99
Mercancías No Alimenticias	2.62	2.68	2.58
Servicios	3.64	3.51	3.48
Vivienda	2.91	2.93	2.94
Educación (Colegiaturas)	4.73	4.69	4.55
Otros Servicios	4.05	3.78	3.72
No Subyacente	0.59	1.81	3.81
Agropecuarios	-0.03	1.44	7.82
Frutas y Verduras	-5.40	-1.76	11.23
Pecuarios	4.98	4.45	4.91
Energéticos y Tarifas Aut. por Gobierno	1.04	2.08	1.01
Energéticos	-0.54	0.86	-0.54
Tarifas Autorizadas por Gobierno	5.05	5.07	4.86

Fuente: INEGI



BANCO DE MÉXICO®

Documento publicado el 3 de abril de 2020

