



BANCO DE MÉXICO

Informe Trimestral

Abril - Junio 2020



JUNTA DE GOBIERNO

Gobernador

ALEJANDRO DÍAZ DE LEÓN CARRILLO

Subgobernadores

IRENE ESPINOSA CANTELLANO

GERARDO ESQUIVEL HERNÁNDEZ

JAVIER EDUARDO GUZMÁN CALAFELL

JONATHAN ERNEST HEATH CONSTABLE

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

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

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



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

INFORME TRIMESTRAL

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

ADVERTENCIA

Este documento está elaborado con información disponible al 25 de agosto de 2020 y los datos del Producto Interno Bruto publicados el 26 de agosto de 2020, a menos que se especifique lo contrario. Las cifras son de carácter preliminar y están sujetas a revisiones. Los acrónimos y palabras en algún idioma distinto del español han sido escritos en letra cursiva.

CONTENIDO

1.	Introducción.....	1
2.	Entorno Económico y Financiero Prevaliente en el Segundo Trimestre de 2020	5
2.1.	Condiciones Externas.....	5
2.1.1.	Actividad Económica Mundial	9
2.1.2.	Precios de las Materias Primas.....	12
2.1.3.	Tendencias de la Inflación en el Exterior.....	13
2.1.4.	Política Monetaria y Mercados Financieros Internacionales	15
2.2.	Evolución de la Economía Mexicana.....	19
2.2.1.	Actividad Económica	19
2.2.2.	Mercado Laboral	33
2.2.3.	Condiciones de Financiamiento de la Economía	41
2.2.4.	Condiciones de Holgura en la Economía	56
2.2.5.	Estabilidad del Sistema Financiero.....	57
2.2.5.1.	Financiamiento Agregado	57
2.2.5.2.	Solvencia de la Banca Múltiple	57
2.2.5.3.	Riesgo de Crédito de la Banca Múltiple	58
2.2.5.4.	Riesgo de Mercado de la Banca Múltiple y Otros Intermediarios	64
2.2.5.5.	Riesgos Asociados a Intermediarios Crediticios no Bancarios, Empresas Privadas no Financieras Listadas en la BMV y otras Emisoras	65
3.	Evolución Reciente de la Inflación	67
3.1.	La Inflación en el Segundo Trimestre de 2020.....	67
3.1.1.	La Inflación Subyacente.....	79
3.1.2.	La Inflación No Subyacente	81
3.2.	Índice Nacional de Precios Productor	82
4.	Política Monetaria y Determinantes de la Inflación.....	83
5.	Previsiones y Balance de Riesgos	97
5.1.	Previsiones para la Actividad Económica.....	97
5.2.	Previsiones para la Inflación	100
Anexo 1.	Publicaciones del Banco de México en el Trimestre Abril - Junio 2020.....	104

RECUADROS

Recuadro 1. Efectos de las Medidas de Confinamiento en la Actividad Económica Global	6
Recuadro 2. La Pandemia de COVID-19 y la Actividad Económica.....	29
Recuadro 3. Evolución Reciente de los Agregados Monetarios y Crediticios en Distintas Economías	52
Recuadro 4. Adopción de Criterios Contables Especiales y sus Efectos sobre la Cartera de Crédito de la Banca al Sector Privado No Financiero	61
Recuadro 5. Mayor Volatilidad en la Inflación y sus Expectativas en el Contexto de la Pandemia de COVID-19..	70
Recuadro 6. Evolución de la Inflación en Distintos Países en el Contexto de la Pandemia de COVID-19.....	73
Recuadro 7. Evolución de los Flujos de Capital y de la Aversión al Riesgo.....	92

1. Introducción

La pandemia de COVID-19 ha causado un elevado costo humano y afectaciones económicas significativas en todo el mundo y en México. En este contexto, el Banco de México continúa enfrentando un entorno complejo, donde los choques derivados de la pandemia han impactado a la actividad económica, la inflación y las condiciones financieras del país, con efectos en diferentes horizontes. Así, ante un incremento súbito en la aversión al riesgo, los mercados financieros nacionales se vieron rápidamente afectados, lo que requirió de diversas acciones para procurar un ajuste ordenado. Por otra parte, las afectaciones sobre la actividad económica y la inflación se han venido materializando y se espera que seguirán incidiendo en un horizonte más amplio. En particular, la pandemia y las medidas para su contención propiciaron una contracción profunda en la producción de una amplia gama de bienes y servicios, una importante caída de la demanda agregada y ajustes en precios relativos. La debilidad de la demanda ejercerá presiones a la baja sobre la inflación, mientras que la depreciación cambiaria y las interrupciones en la oferta operarían sobre la inflación en sentido opuesto. Así, si bien las consecuencias de la pandemia sobre la actividad productiva son claramente negativas y de gran magnitud, el panorama para la inflación sigue siendo incierto. En este entorno adverso y volátil, el Banco de México ha conducido la política monetaria de manera oportuna y prudente, buscando condiciones que preserven el poder adquisitivo de la moneda nacional a lo largo del tiempo. Asimismo, ha adoptado diversas medidas acordes con sus finalidades de promover el sano desarrollo del sistema financiero y el buen funcionamiento de los sistemas de pagos ante esta coyuntura. De esta manera el Instituto Central, en el ámbito de sus posibilidades y finalidades, ha contribuido a mitigar los efectos adversos de la pandemia sobre las familias mexicanas.

El entorno internacional que México enfrentó durante el periodo que cubre este Informe destaca por el profundo impacto que sobre la actividad económica global tuvieron la pandemia de COVID-19 y las medidas adoptadas para evitar su propagación. 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, si bien existe una importante heterogeneidad entre países de acuerdo a la evolución de la pandemia y de las medidas de confinamiento, así como de la importancia relativa de los sectores más afectados. Durante la mayor parte del periodo que cubre este Informe, los pronósticos de crecimiento para la economía global, tanto de organismos multilaterales, como de analistas, se revisaron a la baja. No obstante, recientemente se ha observado cierta estabilidad en dichos pronósticos, los cuales anticipan una fuerte contracción para 2020 y un crecimiento moderado para 2021, aunque dichas previsiones están sujetas a un alto grado de incertidumbre. En este contexto, la inflación general y la subyacente en las economías avanzadas siguieron situándose por debajo de los objetivos de sus respectivos bancos centrales. En respuesta, los bancos centrales 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, mientras que en las economías emergentes varias instituciones siguieron recortando sus tasas de política y adoptando medidas de apoyo similares. Asimismo, diversos países han anunciado medidas de estímulo fiscal adicionales para atenuar los efectos adversos en el empleo y en los ingresos de hogares y empresas.

En este contexto, considerando los estímulos fiscales, financieros y monetarios implementados en las economías de importancia sistémica, la aversión al riesgo global se contuvo y los mercados financieros internacionales registraron una recuperación desde finales de marzo hasta principios de junio. A ello también contribuyeron el levantamiento gradual de algunas medidas de confinamiento en algunas economías, la publicación de cifras económicas, que mostraron una ligera recuperación respecto a los niveles históricamente bajos registrados en marzo y abril, y las noticias de avances en el desarrollo de tratamientos y vacunas para enfrentar el COVID-19. No obstante, debido al incremento de nuevos casos en algunos países como Estados Unidos, China y Japón, desde la primera mitad de junio se registraron episodios de volatilidad en los mercados financieros. Sin embargo, en las semanas más recientes dicha

volatilidad ha disminuido ligeramente ante nuevos anuncios de medidas de estímulo fiscal en algunas economías avanzadas y avances en el desarrollo de una vacuna contra COVID-19, entre otros factores, en un contexto en el que la política monetaria se mantiene altamente acomodaticia. En este entorno, el balance de riesgos para el crecimiento global continúa siendo negativo, sobre todo ante la posibilidad de una reimposición de medidas de confinamiento en algunas economías que ya las habían relajado. Por ello, no se pueden descartar nuevos episodios de volatilidad en las condiciones financieras globales, que dificultarían la recuperación económica y generarían mayores riesgos para el sistema financiero.

Además de los riesgos propios de la evolución de la pandemia, destacan los elevados niveles de endeudamiento del sector privado, los problemas de solvencia de las empresas de los sectores más afectados, un nuevo escalamiento en las tensiones comerciales, un agravamiento de los conflictos geopolíticos y sociales en diversas regiones del mundo, la incertidumbre sobre el proceso electoral en Estados Unidos y el riesgo de mayores y más frecuentes costos económicos y humanitarios derivados de desastres naturales.

En este contexto, México se ha visto afectado por los choques derivados de la pandemia de COVID-19, tanto en la actividad económica como por un choque financiero especialmente adverso en marzo. Sobre este último, el país enfrentó un incremento considerable en la aversión al riesgo global, la caída en los precios del petróleo y reducciones en la calificación soberana y de Pemex, lo que en un plazo muy corto propició aumentos importantes en las tasas de interés y en las primas de riesgo, así como una depreciación significativa del peso. No obstante, durante el transcurso del segundo trimestre del año los precios de los activos financieros en México comenzaron a recuperarse en línea con el comportamiento positivo de los mercados financieros internacionales previamente descrito y con los efectos de las medidas adoptadas por las autoridades en México para preservar un funcionamiento ordenado de los mercados. Así, las tasas de interés de los valores gubernamentales registraron disminuciones y la cotización de la moneda nacional frente al dólar mostró una

apreciación, si bien recientemente ha fluctuado en un rango acotado con algunos episodios de volatilidad. A pesar de la recuperación descrita, los mercados financieros no han alcanzado las condiciones previas a la pandemia. En este contexto, destaca la incertidumbre ante los riesgos asociados a la pandemia y la persistencia de factores de riesgo idiosincrásicos en torno a la posición fiscal del país y la calificación crediticia de la deuda soberana y de Pemex, entre otros.

En lo referente a los choques de oferta y demanda, sus afectaciones en la economía nacional operan en un horizonte mayor. Respecto del primero, las medidas para contener la propagación del virus han implicado la suspensión de la producción de diversos bienes y servicios y se han afectado las cadenas globales de valor. En cuanto al segundo, las medidas de distanciamiento social implementadas, el temor de contagio de la población y los menores ingresos de empresas y hogares, tanto a nivel internacional como nacional, han conducido a una disminución significativa de la demanda interna y externa, si bien esta última ha mostrado recientemente cierta recuperación. De esta forma, la emergencia sanitaria ha venido generando fuertes repercusiones sobre la actividad productiva en México, ocasionando en el segundo trimestre del año una fuerte disminución del producto y profundas contracciones del empleo. En este contexto, hacia delante se anticipan mayores condiciones de holgura con respecto a lo estimado en el Informe Trimestral previo y persisten importantes riesgos a la baja.

Los efectos derivados de la pandemia de COVID-19 sobre la demanda y los patrones de consumo, así como los choques al tipo de cambio y de oferta a los que dicha pandemia ha dado lugar, han determinado de manera importante la evolución de la inflación en el trimestre que se reporta. En abril, la inflación general anual registró su segundo nivel históricamente más bajo, al ubicarse en 2.15%. Ello como resultado, en buena medida, de las importantes disminuciones que exhibieron los precios de los energéticos, ante las abruptas reducciones en sus referencias internacionales. La disminución en los precios de los energéticos contribuyó a que, por primera vez desde que se tiene registro, la inflación no subyacente anual en abril se ubicara en terreno negativo. Asimismo, las

variaciones anuales de los precios de distintos servicios, como los turísticos y los de alimentación, se redujeron a consecuencia de las medidas de distanciamiento implementadas para disminuir la propagación de la pandemia. Así, en abril las presiones a la baja por dichos factores superaron las que se presentaron al alza en los precios de algunos bienes, como ciertos alimentos, medicamentos y productos para el hogar, que presentaron una mayor demanda relativa como consecuencia del confinamiento. No obstante, a partir de mayo, la inflación general anual se ha incrementado debido a: i) que las referencias internacionales de los energéticos han aumentado y, con ellas los precios internos, presionado al alza a la inflación no subyacente, y ii) la inflación subyacente ha repuntado. En cuanto a esto último, la evolución de la pandemia ha dado lugar a ajustes de precios relativos, con una recomposición al interior de la inflación subyacente, toda vez que se han presentado presiones a la baja en los precios de los servicios y al alza en los de las mercancías. Así, la inflación subyacente se ubicó en 3.62% en el segundo trimestre y en 3.93% en la primera quincena de agosto. A su vez, la inflación general anual se situó en 2.77% y en 3.99% en dichos periodos.

La incertidumbre que prevalece sobre la evolución de la pandemia y sus efectos sobre la actividad económica implica que el panorama para la inflación continúa siendo incierto. En este contexto, se considera que aún no es posible presentar un escenario central de pronósticos de inflación. Por lo tanto, manteniendo el enfoque del Informe previo, se presentan distintos escenarios, y con base en la evolución de las variables macroeconómicas en cada uno de ellos, se ajustaron las sendas para la posible evolución de la inflación, las cuales toman en cuenta las presiones a la baja y al alza que enfrentaría en cada caso.

En lo referente a las previsiones para la inflación general, si bien sus recientes aumentos modifican ligeramente al alza la trayectoria esperada para el corto plazo, se anticipa que el aumento en la inflación sea transitorio, por lo que en el mediano plazo las previsiones se mantienen en niveles similares y, en particular, en el horizonte de pronóstico de 12 a 24 meses se prevé que se ubique alrededor de 3%. En específico, para los distintos escenarios, los

pronósticos para la inflación general anual se ajustan al alza hasta el segundo trimestre de 2021 debido, principalmente, a una revisión de la inflación no subyacente asociada al comportamiento al alza que han presentado los precios de los energéticos respecto a lo previsto en el Informe anterior. A partir del tercer trimestre de 2021, los pronósticos para la inflación general son similares a los del Informe anterior. Esto último se debe al efecto aritmético a la baja sobre la inflación no subyacente en ese trimestre, resultado de los aumentos que se han registrado en lo que va del mismo trimestre del año en curso, lo cual sería parcialmente contrarrestado por el ligero ajuste al alza que se prevé para la inflación subyacente para ese horizonte.

Para la inflación subyacente, también se anticipa que en el horizonte de pronóstico de 12 a 24 meses se ubique alrededor de 3%. En este caso, los pronósticos se mantienen en niveles cercanos a los previstos en el Informe anterior durante todo el horizonte de pronóstico, si bien con un ligero ajuste al alza a partir del segundo trimestre de 2021, el cual refleja el comportamiento que han presentado las mercancías en el contexto de la pandemia y que sugiere que podrían presentar variaciones anuales mayores a las anteriormente anticipadas hacia adelante. Además, se continúa esperando que la inflación subyacente presente una tendencia a la baja reflejando la previsión de que se vayan desvaneciendo los choques a los que ha estado expuesta y se hagan más evidentes los efectos de la holgura en la economía.

En cuanto a las decisiones de política monetaria, de abril de 2020 a la fecha la Junta de Gobierno del Banco de México redujo el objetivo para la Tasa de Interés Interbancaria a un día en 200 puntos base. En particular, en su reunión extraordinaria de abril, así como en sus reuniones calendarizadas de mayo, junio y agosto, decidió reducir la tasa de referencia en cada una en 50 puntos base, para ubicarla actualmente en 4.5%. En la decisión de abril, la Junta de Gobierno consideró los riesgos derivados de la pandemia de COVID-19 para la inflación, la actividad económica y los mercados financieros, que plantean retos importantes para la política monetaria y la economía en general. Asimismo, anunció medidas adicionales 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. En las decisiones de mayo y junio, consideró que los retos derivados de la pandemia para la política monetaria incluyen tanto la importante afectación a la actividad económica como un choque financiero. Así, la Junta de Gobierno tomó en cuenta los riesgos para la inflación, la actividad económica y los mercados financieros. En este contexto, llevó a cabo las decisiones referidas con base en los escenarios previstos y considerando el espacio que en balance otorgan a la política monetaria. A su vez, en la decisión de agosto señaló que 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.

2. Entorno Económico y Financiero Prevaliente en el Segundo Trimestre de 2020

2.1. Condiciones Externas

La pandemia de COVID-19 y las medidas adoptadas para evitar su propagación han tenido un profundo impacto sobre la actividad económica global durante el periodo que cubre este Informe. Adicionalmente, las cadenas globales de suministro se han visto severamente afectadas y el comercio mundial se ha reducido significativamente. La información disponible indica que la economía global, tras las fuertes caídas registradas en marzo y abril, comenzó a mostrar cierta mejoría en mayo y junio, ante el relajamiento de algunas medidas de confinamiento y las medidas de estímulo implementadas en economías con importancia sistémica (Gráfica 1). No obstante esta mejoría, la actividad mundial se contrajo nuevamente en el segundo trimestre en su conjunto, persistiendo una importante heterogeneidad entre países en función de la evolución de la pandemia y de las medidas para contenerla, así como de la importancia relativa de los sectores más afectados (Gráfica 2).

En este contexto, durante la mayor parte del periodo que cubre este Informe, los pronósticos de crecimiento para la economía global, tanto de organismos multilaterales, como de analistas del sector privado, se revisaron a la baja. No obstante, recientemente se ha observado cierta estabilidad en dichos pronósticos. Estas proyecciones anticipan una fuerte contracción en este año y un crecimiento moderado en el próximo. Dichas previsiones están sujetas a un alto grado de incertidumbre asociada a la evolución de la pandemia y al riesgo de una reimposición de medidas de confinamiento en algunas de las economías que ya las habían relajado (Ver Recuadro 1).

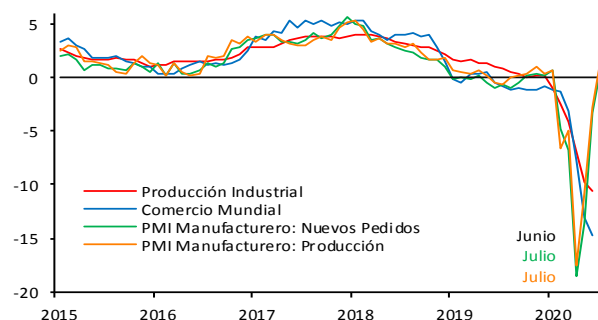
La inflación general y subyacente en la mayoría de las economías se mantuvo en niveles bajos, reflejando la fuerte caída registrada entre febrero y abril en los precios de la energía y la de los precios de los servicios afectados por las medidas de confinamiento. En particular, la inflación general y la subyacente en las economías avanzadas 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 en el empleo y en los ingresos de hogares y empresas.

Gráfica 1

Indicadores de Actividad Global

Variación anual del promedio móvil de tres meses en por ciento y desviación de 50

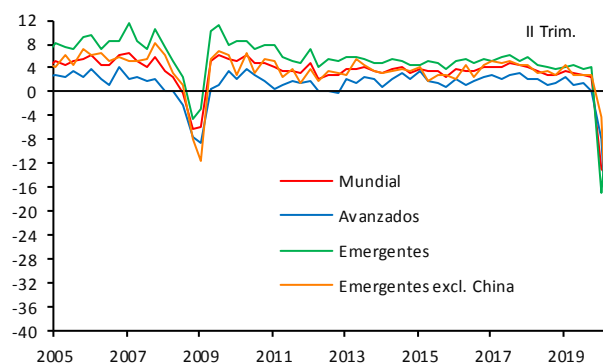


Fuente: CPB Netherlands y Markit.

Gráfica 2

Crecimiento del PIB Mundial

Variación trimestral anualizada en por ciento, a. e.



a. e. / Cifras con ajuste estacional.

Nota: La muestra de países utilizada para el cálculo representa el 85.6% del PIB mundial medido por paridad de poder de compra. Se utilizan pronósticos para algunos países de la muestra en el 2do. trimestre.

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

Recuadro 1. Efectos de las Medidas de Confinamiento en la Actividad Económica Global

1. Introducción

Las medidas de distanciamiento social impuestas en la mayoría de los países para hacer frente a la pandemia de COVID-19 han sido necesarias para enfrentar la propagación de la epidemia. No obstante, han tenido importantes efectos adversos sobre la actividad económica al restringir significativamente la movilidad de las personas. Asimismo, el inicio de la recuperación económica observada en diversas economías durante el último mes del segundo trimestre y principios del tercero tuvo lugar en el marco de un significativo relajamiento de medidas de confinamiento, que se tradujo en un incremento notorio en la movilidad. En este sentido, la trayectoria que seguirá el proceso de recuperación económica mundial está asociada a la evolución de la pandemia en los diferentes países. Así, se podría observar un mayor relajamiento de las medidas de contención o bien, restricciones adicionales de la movilidad y la actividad en caso de que existan rebrotes significativos en los diferentes países.

El objetivo de este recuadro es presentar la evolución de indicadores de movilidad en diferentes economías y evaluar el efecto que las medidas de confinamiento y la reducción en movilidad han tenido a lo largo de la pandemia en la actividad manufacturera y las ventas al menudeo. Estas variables son representativas tanto de la actividad económica de las economías seleccionadas, como de los sectores más afectados por la pandemia. Para ello se utiliza un panel de 31 países¹ con disponibilidad de variables de muy alta frecuencia para medir cambios en los patrones de movilidad en diferentes países y su relación con sus respectivas variables económicas. Aprovechando las variaciones en movilidad a lo largo del tiempo y entre países, los resultados de este recuadro sugieren que una reducción de la movilidad de 1 % respecto de su nivel previo a la pandemia se traduce en una reducción de 0.49 y 0.60 % en la actividad manufacturera y las ventas al menudeo, respectivamente. Como se desprende de las Gráficas 3 y 4, los indicadores de movilidad efectiva llegaron a ubicarse a mediados de abril en un nivel promedio de alrededor de 50% por debajo de lo observado antes de la pandemia, lo que condujo a que los efectos en la actividad y el consumo fueran de magnitudes inéditas durante el segundo trimestre. Asimismo, conforme el relajamiento de las medidas de distanciamiento ha permitido una recuperación en la movilidad, la actividad económica en algunas economías ha experimentado una recuperación notoria en los últimos meses.

Si bien estos resultados parecieran sugerir una recuperación en la actividad económica derivada del relajamiento de las medidas de distanciamiento social, también resaltan la magnitud del riesgo de un relajamiento precipitado que pudiera contribuir a acelerar el ritmo de contagios y que lleve a la imposición de medidas adicionales de confinamiento. En este sentido, los resultados presentados en este recuadro se limitan a cuantificar las relaciones de cambios en la movilidad con variables

¹ Países avanzados: Canadá, Dinamarca, Finlandia, Francia, Alemania, Corea del Sur, Italia, Japón, Países Bajos, Noruega, Portugal, España, Suecia, Reino Unido y Estados Unidos.

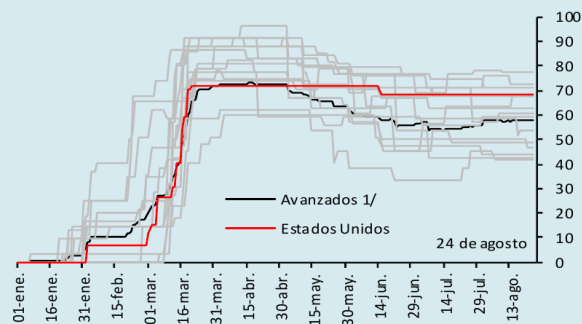
macroeconómicas y no incluyen los efectos que estos cambios pudieran ejercer en la evolución de la pandemia, ni los criterios de salud pública que son los que, en última instancia, deben determinar la implementación o relajamiento de las medidas de confinamiento.

2. Indicadores de movilidad a lo largo de la pandemia

Diferentes indicadores han permitido hacer un seguimiento oportuno de la evolución de la movilidad de las personas durante la crisis sanitaria. En primer lugar, el Índice de Severidad (OSI, por sus siglas en inglés) generado por la Universidad de Oxford ha hecho un seguimiento de las medidas implementadas por los gobiernos de 160 países para contener el avance de COVID-19 como, por ejemplo, restricciones de viajes, cierre de escuelas, etc. El indicador va de 1 a 100 reflejando el grado de acción en materia de contención y restricción a la movilidad. Es importante señalar que este es un indicador normativo y responde al número de medidas y a qué tan estrictas han sido, por lo que no pretende dar una valoración de la efectividad en la implementación de dichas medidas y su efecto en reducir los niveles de movilidad o en evitar la propagación del virus (Thomas, et al., 2020).

La Gráfica 1 muestra la evolución de este indicador para una muestra de economías avanzadas. Las políticas de contención aumentaron significativamente en febrero y luego nuevamente en marzo, durante el periodo de mayor crecimiento en el número de contagios. Mientras que la mayoría de los países implementó medidas de contención rápidamente, ha habido una variación considerable en el grado de severidad entre los diferentes países. Al mismo tiempo, se observa un relajamiento generalizado en la mayoría de los países a partir de mayo, ante la reducción de nuevos casos en algunos de ellos, aunque también con un grado significativo de dispersión entre el grado de severidad entre los países presentados.

Gráfica 1
Economías Avanzadas: Nivel de Restricciones a la Movilidad por Contingencia Sanitaria por COVID-19
Índice



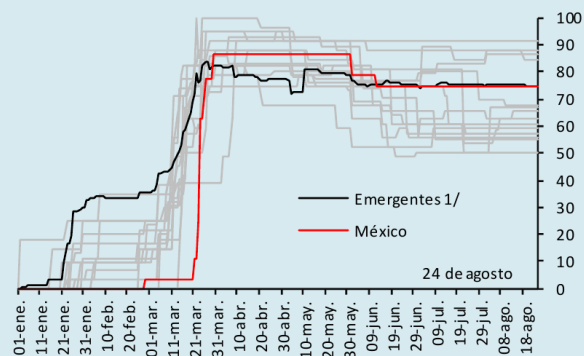
¹ Promedio ponderado de acuerdo a la población de las economías avanzadas de una muestra de 18 países.

Nota: Mayor restricción n = 100.
Fuente: Universidad de Oxford.

Economías emergentes: Brasil, Chile, Colombia, Rep. Checa, Grecia, India, Irlanda, Malasia, México, Polonia, Rumania, Rusia, Singapur, Sudáfrica, Tailandia, Turquía.

Por su parte, la Gráfica 2 muestra la evolución del mismo indicador para una muestra de economías emergentes. Al igual que en el caso de las economías avanzadas, se observa un rápido aumento en las medidas de contención a lo largo de marzo y la mayor parte de abril. En contraste, si bien las medidas de contención también se han relajado a partir de mayo, el OSI sugiere que en el caso de las economías emergentes el proceso de relajamiento ha sido más lento, aunque también con una marcada heterogeneidad en el grado de rigurosidad de las medidas.

Gráfica 2
Economías Emergentes: Nivel de Restricciones a la Movilidad por Contingencia Sanitaria por COVID-19
Índice

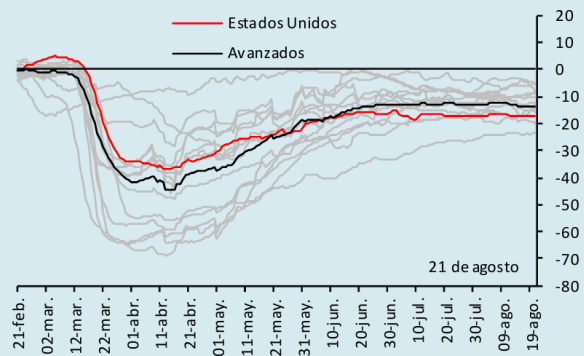


1/ Promedio ponderado de acuerdo a la población de las economías emergentes de una muestra de 21 países.
Nota: Mayor restricción = 100.
Fuente: Universidad de Oxford.

Otro indicador que permite capturar la movilidad de las personas a lo largo de la pandemia es el indicador de movilidad de Google. Este indicador se construye como el promedio simple de cinco categorías según el lugar: supermercados y farmacias, estaciones de transporte, tiendas y ocio, lugares de trabajo y por último, zonas residenciales; esta última categoría se invierte al momento de calcular el promedio ya que un incremento en la cantidad de personas en zonas residenciales se asocia con una menor cantidad de personas en zonas de consumo. En estas categorías se mide cómo cambian las visitas y el tiempo que permanecen las personas en las distintas zonas en comparación con un valor de referencia previo a la pandemia. Estas estadísticas se calculan a partir de los datos que generan indirectamente los usuarios de teléfonos móviles que han habilitado el historial de ubicaciones de su cuenta de Google, por lo que los datos representan solo una muestra de los usuarios (Google, 2020).

La Gráfica 3 muestra un promedio de los diferentes indicadores de movilidad de Google para una amplia muestra de países avanzados. Al igual que el OSI, el indicador de Google muestra una rápida disminución en la movilidad durante marzo y abril. Sin embargo, a pesar de que también se observa un aumento en la movilidad a partir de mayo, en promedio dicho aumento ha sido más acelerado en el caso del indicador de movilidad efectiva cuando se compara con el indicador normativo del OSI aunque aún se mantiene en niveles de alrededor de 15 % por debajo de los niveles previos a la pandemia.

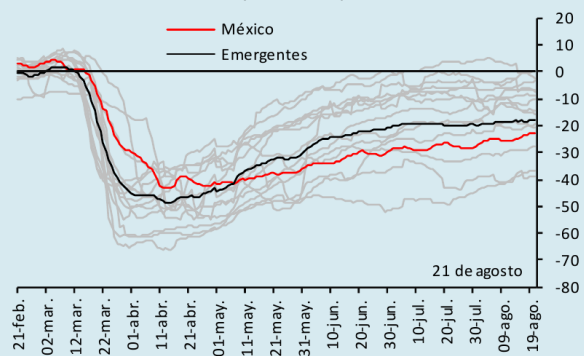
Gráfica 3
Economías Avanzadas: Movilidad Durante la Pandemia^{1/}
Promedio móvil de siete días de la desviación porcentual del nivel previo a la pandemia



1/ Se refiere al promedio de la desviación diaria respecto al nivel previo a la pandemia que mide Google para rubros como supermercados, recreación, transporte, lugares de trabajo, farmacias, restaurantes y zonas residenciales.
Nota: La muestra incluye 18 economías avanzadas.
Fuente: Elaborado por Banco de México con información de Google.

Asimismo, la Gráfica 4 muestra una recuperación en los niveles de movilidad para una muestra de economías emergentes a partir de mayo que ha tenido lugar de forma más cautelosa en comparación con los países avanzados; pero que igualmente se ha dado de manera más marcada que lo que indica el indicador normativo de la Universidad de Oxford en promedio. Ello pudiera estar sugiriendo una ligera disociación entre la movilidad efectiva en los diferentes países y las recomendaciones de las autoridades sanitarias luego de varios meses de confinamiento y restricciones a las actividades sociales y económicas. Asimismo, se observa una mayor heterogeneidad en el ritmo de normalización de la movilidad en las economías emergentes comparadas con las economías avanzadas.

Gráfica 4
Economías Emergentes: Movilidad Durante la Pandemia^{1/}
Promedio móvil de siete días de la desviación porcentual del nivel previo a la pandemia



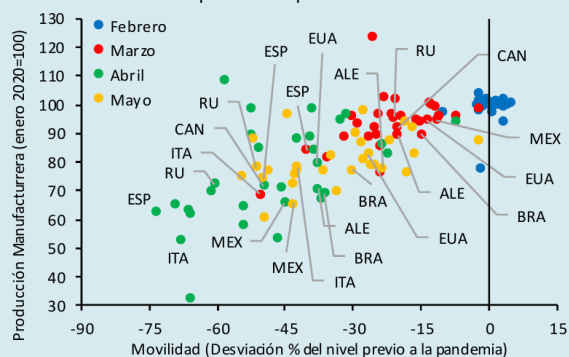
1/ Se refiere al promedio de la desviación diaria respecto al nivel previo a la pandemia que mide Google para rubros como ventas al menudeo, recreación, transporte, lugares de trabajo, farmacias, restaurantes y zonas residenciales (se promedia de forma inversa).
Nota: La muestra incluye 21 economías emergentes.
Fuente: Elaborado por Banco de México con información de Google.

3. Relación de la movilidad con la actividad económica

En esta sección se estima la relación entre el comportamiento de la movilidad observado a lo largo de la pandemia con el desempeño de la actividad económica durante este periodo. En particular, se analizan los efectos sobre indicadores de producción manufacturera, así como el comportamiento de las ventas al menudeo. Debido a la ligera discrepancia encontrada entre la evolución del OSI y el indicador de Google y a que este último indicador mide cambios en la movilidad efectiva, el análisis de los efectos de la movilidad sobre la actividad se llevará a cabo con base en el indicador efectivo de movilidad de Google en lugar de la postura normativa que sugiere el OSI.

La Gráfica 5 presenta los niveles de movilidad y el nivel de actividad manufacturera desde febrero a la fecha, donde se observa que los meses de marzo y abril mostraron un deterioro en ambos indicadores progresivamente mayor para mostrar una mejoría en términos relativos durante mayo. Asimismo, se observa una importante relación en el corte transversal entre países. Es decir, aquellos países en los que la movilidad estuvo restringida en mayor grado fueron aquellos que experimentaron un desempeño más desfavorable en su actividad manufacturera. Si bien el análisis presentado en este recuadro no necesariamente implica una relación causal entre movilidad y actividad, la variación entre países confiere cierta validez a la movilidad como una variable con influencia importante sobre los niveles de actividad.

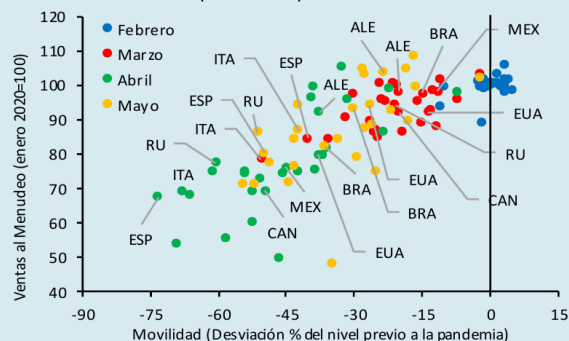
Gráfica 5
Producción Manufacturera e Indicador de Movilidad^{1/}
Durante la Pandemia de COVID-19
Índice enero 2020=100 y desviación porcentual del nivel previo a la pandemia



^{1/} Promedio de los 5 rubros que mide Google (supermercados y recreación; estaciones de transporte; lugares de trabajo; farmacias y restaurantes; y zonas residenciales).
Fuente: Google y Haver Analytics.

La Gráfica 6 muestra una relación similar para el caso de ventas al menudeo tanto a lo largo del tiempo como entre países.

Gráfica 6
Ventas al Menudeo e Indicador de Movilidad^{1/}
Durante la Pandemia de COVID-19
Índice enero 2020=100 y desviación porcentual del nivel previo a la pandemia



^{1/} Promedio de los 5 rubros que mide Google (supermercados y recreación; estaciones de transporte; lugares de trabajo; farmacias y restaurantes; y zonas residenciales).
Fuente: Google y Haver Analytics.

Para capturar la variación del indicador de movilidad tanto a lo largo del tiempo como en todos los países y su impacto en el desempeño macroeconómico se estima una regresión de panel con efectos fijos. Este modelo aprovecha las fuentes de variación de los datos al mismo tiempo que permite una dinámica más rica entre los rezagos en el indicador de movilidad y movimientos posteriores en actividad. Así, se estima el siguiente modelo para cada una de las variables macroeconómicas analizadas:

$$Y_{it} = \alpha + \alpha_i + \beta_1 Mov_{it} + \beta_2 Mov_{i,t-1} + \varepsilon_{it}$$

Donde Y_{it} representa la variable macroeconómica de interés (índices de producción manufacturera y ventas al menudeo base 100 en enero de 2020) para el país i en el momento t . Mov_{it} representa el indicador de movilidad de google en el tiempo t para el país i . α_i son los efectos fijos para el país i . El modelo se estima con las variables de actividad y el indicador de movilidad de Google para una muestra de 31 países durante los meses de febrero a mayo.

El Cuadro 1 presenta los resultados de las estimaciones para las dos variables macroeconómicas consideradas. En el caso de la producción manufacturera, el modelo puede explicar cerca del 55 % de la variación en el tiempo y entre países durante el periodo analizado. Asimismo, los resultados apuntan a que una reducción de la movilidad de 1 % por debajo de su nivel previo a la pandemia se traduce en una reducción de 0.49 % en el índice de actividad en el primer mes y en un 0.61 % a lo largo de dos meses. Se hizo un ejercicio de robustez con diferentes rezagos pero los resultados no cambiaron de manera significativa.

En el caso de las ventas al menudeo, se estima que un nivel de movilidad de 1 % por debajo de su nivel de referencia pre pandemia implica una caída de 0.60 % en las ventas al menudeo, mientras que a lo largo de dos meses la caída se ubicaría alrededor de 0.64 %, aunque en este caso el rezago no es estadísticamente significativo. Por su parte, el modelo utilizando las ventas al menudeo logra explicar alrededor del 62 % de la variación en el tiempo y entre países durante el periodo de análisis.

Cuadro 1

Resultados de la Regresión de Panel entre la Producción Manufacturera y las Ventas al Menudeo con el Indicador de Movilidad ^{1/}

No. de observaciones del panel: 119

	Producción Manufacturera	Ventas al Menudeo
Movilidad t	0.49 (4.45)***	0.60 (7.90)***
Movilidad $t-1$	0.12 (2.11)*	0.04 (0.55)
Constante (α)	103.07 (24.29)***	105.76 (30.99)***
R^2 ajustada	54.3%	62.2%

Nota: La muestra incluye a 31 países. Los t-estadísticos se reportan en paréntesis y la significancia de los coeficientes se distingue de la siguiente forma: *** $p < 0.05$, ** $p < 0.1$, * $p < 0.15$. Se incluyen efectos fijos pero estos no son reportados y se utilizaron errores estándar robustos a heterocedasticidad y correlación serial.

4. Consideraciones Finales

Los esfuerzos de los diferentes países para contener el avance de la pandemia de COVID-19 implicaron la imposición de drásticas y súbitas medidas de confinamiento social capturadas en diversos indicadores de movilidad. Si bien estas medidas han mitigado las tasas de contagio, también han tenido un efecto sobre la actividad económica global. Así, los periodos de alto confinamiento como marzo y abril coinciden con una contracción importante tanto en actividad manufacturera como en ventas al menudeo, pero también se observa que países en los que la movilidad estuvo más restringida experimentaron afectaciones mayores en sus indicadores de actividad económica.

Hay que enfatizar que el análisis presentado en este recuadro no pretende hacer recomendaciones de política pues no incorpora los impactos que los niveles de movilidad pudieran tener sobre el ritmo de propagación de la pandemia en los diferentes países y otros criterios de salud pública que son los factores determinantes en la implementación o relajamiento de las medidas de confinamiento.

5. Referencias

Google LLC, 2020, "Google COVID-19 Community Mobility Reports". <https://www.google.com/covid19/mobility/>.

Thomas, H., Webster, S., Petherick, A., Phillips, T., & Kira, B., 2020. "Oxford COVID-19 Government Response Tracker", Blavatnik School of Government. <https://www.bsg.ox.ac.uk/research/research-projects/coronavirus-government-response-tracker/>.

En este entorno, tanto las medidas monetarias, fiscales y financieras implementadas por las economías de importancia sistémica, como la gradual reapertura de la actividad productiva en dichas economías y los avances en el desarrollo de tratamientos y vacunas para enfrentar la pandemia se han reflejado en un relajamiento de las condiciones financieras globales y en una disminución en la aversión al riesgo de los inversionistas. Lo anterior provocó un incremento en los precios de los activos riesgosos y una ligera recuperación en la tenencia de activos de economías emergentes. No obstante, a pesar de dicha recuperación, los mercados financieros no han alcanzado las condiciones previas a la pandemia y no se pueden descartar nuevos episodios de volatilidad asociados, principalmente, al riesgo de un deterioro de la actividad económica ante una nueva ola de casos de COVID-19 y la posibilidad de que el proceso de elaboración de una vacuna tarde más de lo previsto. Asimismo, destacan otros factores de riesgo adicionales a la evolución propia de la pandemia, como los elevados niveles de endeudamiento del sector privado, los problemas de solvencia de las empresas de los sectores más afectados, un nuevo

escalamiento en las tensiones comerciales, un agravamiento de los conflictos geopolíticos y sociales en diversas regiones del mundo, la incertidumbre sobre el proceso electoral en Estados Unidos, y el riesgo de mayores y más frecuentes costos económicos y humanitarios derivados de desastres naturales. Así, en el entorno actual, el balance de riesgos para el crecimiento mundial sigue siendo negativo.

2.1.1. Actividad Económica Mundial

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 3). 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, mientras 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

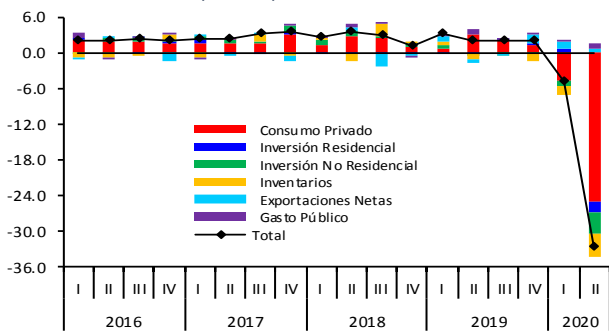
de los negocios, como resultado de la mayor incertidumbre sobre las perspectivas económicas y de la menor actividad en diversos sectores productivos. Si bien las exportaciones netas tuvieron una contribución positiva en el crecimiento del PIB, esta reflejó en gran medida el deterioro de las importaciones. 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 del consumo privado, como las ventas al menudeo, presentaron una recuperación a partir de mayo. Si bien el crecimiento de este indicador se moderó en julio reflejando el impacto del resurgimiento de contagios por coronavirus, se ubica por encima del nivel registrado antes de la pandemia. En contraste, la recuperación que registraron durante mayo y junio algunos indicadores de la inversión privada, como los pedidos de bienes de capital y los inicios de nuevas casas, fue más moderada. Cabe destacar que 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 los nuevos casos de COVID-19 en ese país.

Gráfica 3

EUA: PIB Real y Componentes

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



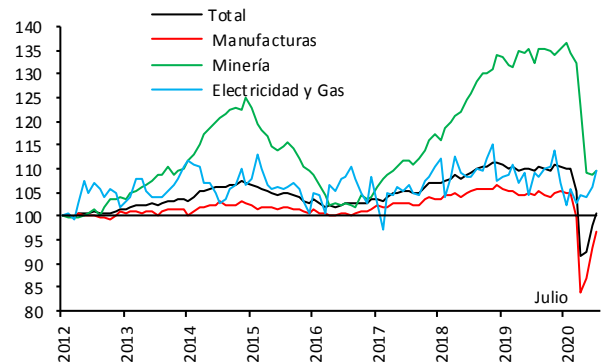
a. e. / Cifras con ajuste estacional.
Fuente: BEA .

En cuanto a la producción industrial en Estados Unidos, después de haberse contraído 12.8% en abril, esta presentó una recuperación en mayo, junio y julio, apoyada principalmente por el repunte del sector manufacturero y, en menor medida, por el rubro de generación de gas y electricidad (Gráfica 4). En particular, la producción manufacturera sufrió un impacto particularmente fuerte en la rama automotriz ante el cierre de armadoras en marzo y abril, si bien en los meses subsecuentes registró una fuerte alza ante el restablecimiento de dicha actividad. En este contexto, indicadores disponibles al inicio del tercer trimestre, como el índice del sector manufacturero (PMI), sugieren que continuará la recuperación de dicho sector.

Gráfica 4

EUA: Producción Industrial

Índice enero 2012=100, a.e.

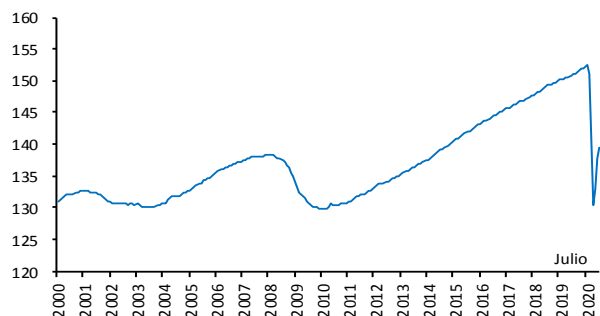


a. e. / Cifras con ajuste estacional.
Fuente: Reserva Federal.

Por lo que se refiere al empleo, diversos indicadores presentaron un marcado deterioro en marzo y abril, con cierta mejoría a partir de mayo. En particular, la tasa de desempleo pasó de 4.4% en marzo a 14.7% en abril, para posteriormente disminuir a 10.2% en julio ante el gradual restablecimiento de la actividad económica. Por su parte, la nómina no agrícola ha recuperado 9.3 millones de puestos de trabajo entre mayo y julio, luego de contraerse en 22.16 millones durante marzo y abril, si bien el ritmo de recuperación se moderó en el último mes (Gráfica 5). Asimismo, las solicitudes iniciales del seguro de desempleo se ubican aún en niveles elevados (Gráfica 6).

Gráfica 5
EUA: Nómina No Agrícola

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

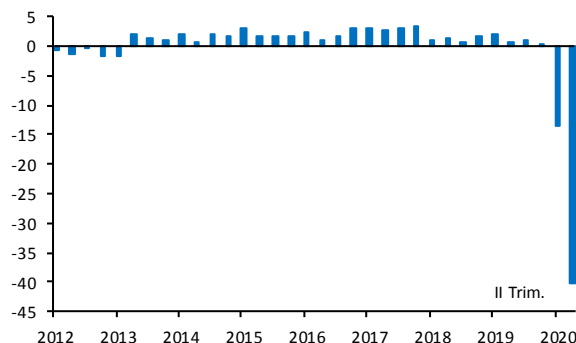


a. e. / Cifras con ajuste estacional.

Fuente: BLS .

Gráfica 7

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



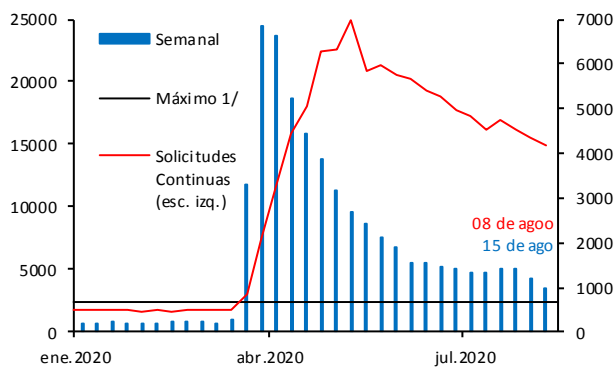
a. e. / Cifras con ajuste estacional.

Fuente: Eurostat.

Gráfica 6

EUA: Solicitudes Iniciales del Seguro de Desempleo

En miles, a. e.



a.e./ Cifras con ajuste estacional

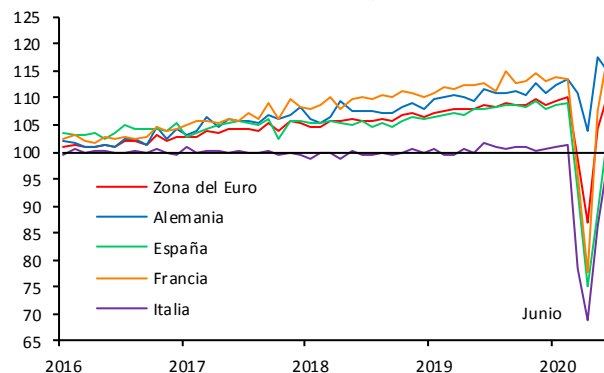
1/ M máximo anterior: 665 mil (29 de marzo 2009)

Fuente: DOL .

Gráfica 8

Zona del Euro: Ventas al Menudeo

Índice 2015 = 100, a. e.



a. e. / Cifras con ajuste estacional.

Fuente: Eurostat .

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, este disminuyó 40.3% en el segundo (Gráfica 7). Si bien indicadores como ventas al menudeo y los índices de gerentes de compras del sector servicios muestran un repunte desde mayo ante la gradual reapertura de actividades productivas, estos se mantienen por debajo de los niveles previos a la pandemia en algunos países como España e Italia, en donde las medidas de confinamiento fueron más estrictas y prolongadas (Gráfica 8). En este contexto, la tasa de desempleo aumentó moderadamente, de 7.2% en marzo a 7.8% en junio, en gran parte como resultado de la implementación de diversos programas de retención de personal y de la disminución en la tasa de participación laboral en varios de los países de la región.

En el Reino Unido, el PIB acentuó 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, el mayor entre las principales economías avanzadas, 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, ante la mayor duración que tuvieron las medidas de confinamiento en ese país. 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

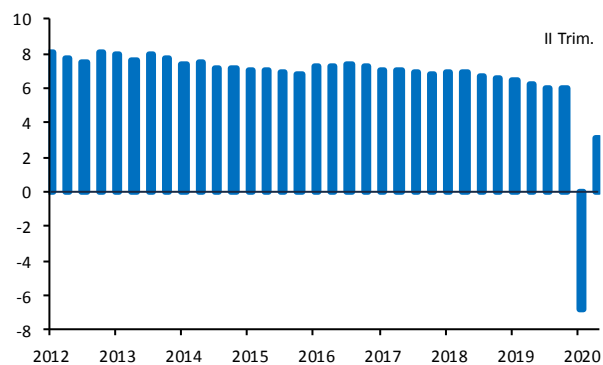
de compras siguieron exhibiendo una recuperación en julio, tanto en el sector manufacturero, como en el de servicios. En cuanto a las negociaciones del acuerdo comercial entre el Reino Unido y la Unión Europea, existe una elevada incertidumbre respecto a la posibilidad de que dicho acuerdo se concrete antes de su salida de la Unión Europea el 31 de diciembre de 2020, en virtud de las diferencias que persisten sobre aspectos clave del acuerdo. En particular, las posturas difieren en cuanto al acceso a aguas territoriales del Reino Unido, el derecho de ese país a determinar sus regulaciones sin restricciones y el rol en sus asuntos internos por parte de la Corte de Justicia Europea, entre otros.

Por su parte, en Japón, el deterioro de la actividad económica se acentuó en el segundo trimestre del año, al contraerse el PIB en 27.8% a tasa trimestral anualizada y ajustada por estacionalidad, después de caer 2.5% en el primero. La fuerte caída estuvo explicada, principalmente, por la contracción del consumo privado ante las medidas de distanciamiento social y por la caída en las exportaciones derivada del deterioro del comercio mundial. Indicadores más recientes de la actividad muestran que el relajamiento gradual de las medidas de confinamiento a partir de mayo se reflejó en una mejoría en el consumo y en el sentimiento de los hogares, lo que podría sugerir una gradual recuperación del consumo interno durante el tercer trimestre. Por el lado de la producción, la actividad industrial mostró una ligera recuperación en junio, si bien se mantiene por debajo de los niveles previos a la pandemia. Adicionalmente, no obstante la mejoría en julio 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 Japón.

En las economías emergentes, la información más reciente indica que el deterioro de la actividad económica se agudizó en el segundo trimestre del año, si bien de forma heterogénea entre países. En particular, 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 con el fin de contener la pandemia de COVID-19, toda vez que esta continúa propagándose de forma acelerada en varias

de las economías de la región. En contraste, en China el PIB repuntó en el segundo trimestre del año, luego de la fuerte contracción registrada en el primero, reflejando el buen desempeño de la producción industrial y de las exportaciones. Además, los indicadores de producción industrial, inversión fija en activos y, en menor medida, ventas al menudeo, siguieron mostrando una recuperación en julio, si bien a un ritmo más moderado, reflejando los efectos negativos de inundaciones, del confinamiento parcial en Beijing ante el rebrote de contagios de COVID-19 y del desvanecimiento gradual de los estímulos gubernamentales al sector automotriz (Gráfica 9). La mayor actividad económica de China, sumada al repunte en la demanda global de equipo de alta tecnología y a la flexibilización de las medidas de confinamiento, ha contribuido a una recuperación en algunas economías de la región asiática como India, Indonesia, Filipinas y Taiwán, mientras que otras han seguido fuertemente afectadas por la contracción del turismo, como Tailandia y Malasia.

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



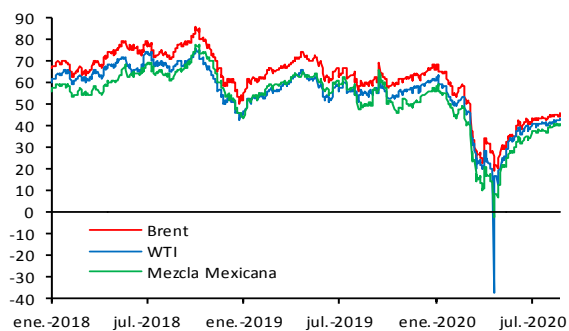
Fuente: NBS .

2.1.2. Precios de las Materias Primas

Los precios internacionales de las materias primas presentaron fuertes disminuciones en marzo y abril, provocadas por una significativa caída en su demanda, ante el colapso de la actividad económica mundial. Posteriormente, a partir de mayo, dichos precios se incrementaron moderadamente debido a una recuperación de la actividad económica ante el levantamiento gradual de las medidas de confinamiento en algunos países, y en algunos casos debido a factores de oferta. En particular, los precios del petróleo exhibieron cierta recuperación ante la

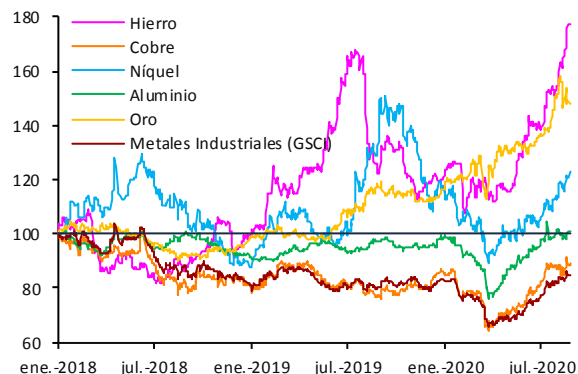
menor oferta de crudo, resultado de los recortes en las cuotas de producción acordados en abril por los principales países productores de petróleo, y ante la paulatina recuperación de la demanda, si bien aún se mantienen por debajo de los niveles observados a principios de año. No obstante, desde mediados de julio se ha observado un estancamiento en los precios del petróleo ante la preocupación de que la recuperación de la actividad económica se vea afectada por la reimposición de algunas medidas de confinamiento (Gráfica 10). Por su parte, los precios de los metales industriales han aumentado ante la reactivación gradual de la producción industrial a nivel global, la mayor actividad económica de China y el posible cierre de algunas minas, principalmente en Sudamérica (Gráfica 11). Asimismo, el precio del oro alcanzó nuevos máximos históricos como resultado de su estatus como un activo de refugio ante las bajas tasas de interés prevalecientes en las principales economías avanzadas, la elevada incertidumbre sobre la recuperación económica mundial y la debilidad del dólar. Por último, los precios de los granos han experimentado una elevada volatilidad ante la incertidumbre sobre las perspectivas de oferta y demanda global de dichos productos (Gráfica 12).

Gráfica 10
Petróleo Crudo
En dólares por barril



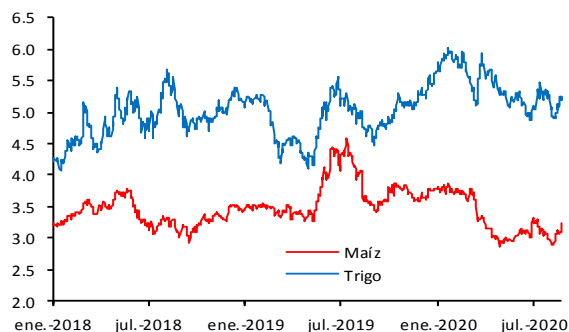
Fuente: Bloomberg.

Gráfica 11
Precios de Metales Seleccionados^{1/}
Índice 01/Ene/2018=100



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

Gráfica 12
Precios de los Granos
Índice

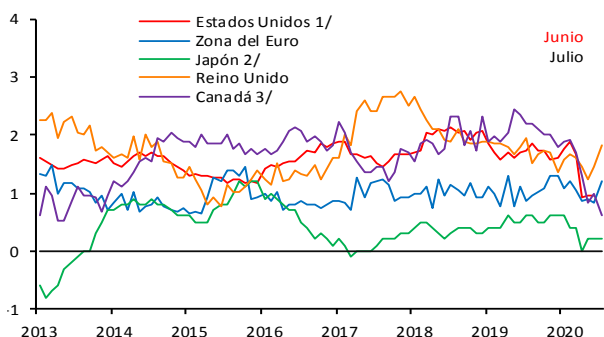


Fuente: Bloomberg.

2.1.3. Tendencias de la Inflación en el Exterior

La inflación general y la subyacente en las economías avanzadas se ubican por debajo de los objetivos de sus respectivos bancos centrales. En particular, a pesar del aumento reciente en los precios de la energía, ha predominado la menor inflación subyacente en la mayoría de estas economías (Gráfica 13). Esto último 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 tanto de instrumentos financieros como de encuestas se mantienen en niveles bajos.

Gráfica 13
Economías Avanzadas: Inflación Subyacente
Variación anual en por ciento



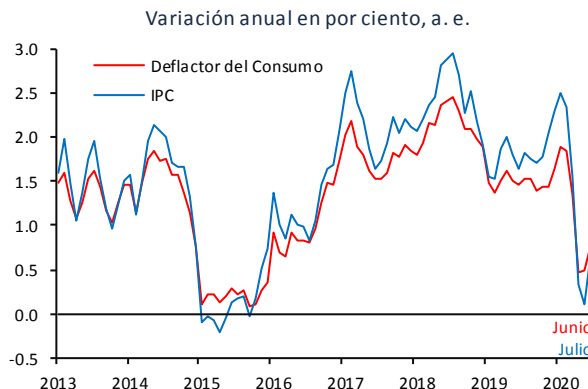
1/ Se empleó el deflactor del gasto en consumo personal.
2/ Excluye alimentos frescos y energía, así como el efecto directo del incremento del impuesto al consumo.
3/ Excluye alimentos, energía y el efecto de los cambios en impuestos indirectos (CPI-XFET) que entraron en vigor en 2014.
Fuente: BEA, Eurostat,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

En Estados Unidos, la inflación general, medida por el deflactor del gasto en consumo personal, disminuyó de una tasa anual de 1.3% en marzo a 0.8% en junio. Por su parte, el componente subyacente pasó de 1.7 a 0.9% en dicho periodo, reflejando sobre todo los efectos negativos derivados, en gran parte, de las reducciones en los precios de los servicios en aquellos sectores más afectados por las medidas de distanciamiento social. Por su parte, el índice de precios al consumidor mostró un repunte en julio ante la recuperación de los precios de la energía y de algunos rubros que alcanzaron niveles particularmente bajos en los meses previos, tales como tarifas aéreas, vestimenta y servicios de hospedaje (Gráfica 14). El componente subyacente se mantuvo sin cambio en junio y repuntó en julio, luego de las caídas observadas en meses previos, reflejando la recuperación de varios rubros de servicios al relajarse las medidas de distanciamiento.

La inflación en la zona del euro y en Japón se ha mantenido muy por debajo de las metas de sus respectivos bancos centrales. En efecto, en la zona del euro, la inflación general pasó de una tasa anual de 0.7% en marzo a una de 0.4% en julio. Por su parte, la inflación subyacente disminuyó de 1.0% en marzo a 0.8% en junio para luego repuntar a 1.2% en julio, si bien esto último se debió en parte al efecto aritmético en el rubro de bienes resultado de la demora en la temporada de ofertas en varios países de la región respecto al año previo. En Japón, la inflación general disminuyó de 0.1% en marzo a -0.3%

en julio, a pesar del reciente repunte de los precios de la energía, mientras que la subyacente cayó de 0.4 a 0.2% durante dicho periodo, reflejando principalmente la menor inflación de servicios relacionados con turismo, restaurantes y educación, entre otros.

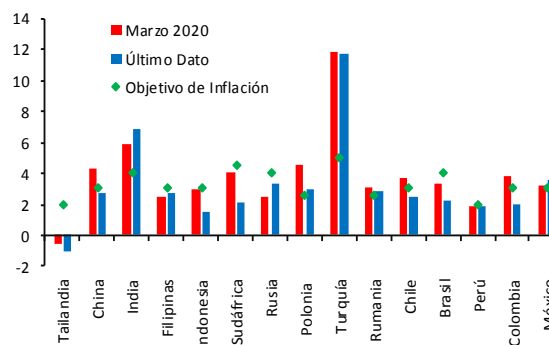
Gráfica 14
EUA: Deflactor del Gasto en Consumo Personal y Precios al Consumidor
Variación anual en por ciento, a. e.



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

Por su parte, en la mayoría de las economías emergentes, la inflación general y subyacente permaneció en niveles bajos y en muchas en niveles inferiores a su meta. No obstante, en algunos países se registraron ciertos aumentos (Gráfica 15). Lo anterior, como resultado de incrementos en los precios de los alimentos y de la energía, de la depreciación de sus divisas y de factores idiosincrásicos.

Gráfica 15
Economías Emergentes: Inflación General Anual
Por ciento



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

Cabe destacar que a nivel internacional se han tenido dificultades para identificar de la manera usual el comportamiento de los precios durante los periodos de confinamiento y se han observado ajustes en los patrones de consumo.

2.1.4. Política Monetaria y Mercados Financieros Internacionales

En este entorno, 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. Además, los bancos centrales de las principales economías avanzadas han comunicado sus planes de mantener las tasas en niveles bajos por un periodo prolongado. Congruente con ello, las expectativas extraídas de instrumentos de mercado siguen anticipando que las autoridades monetarias mantendrán una postura de política altamente acomodaticia.

Durante el periodo que cubre este Informe, la Reserva Federal de Estados Unidos mantuvo sin cambio el rango de entre 0 y 0.25% para la tasa de interés de fondos federales y su programa de compra de valores, reiterando que espera mantener dicho rango para la tasa de interés hasta que exista confianza de que la economía ha superado los acontecimientos recientes y de que se está en una trayectoria hacia el logro de las metas de pleno empleo y estabilidad de precios. Por otra parte, destacó que, para promover el crédito a hogares y empresas y garantizar el buen funcionamiento del mercado, 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. Además, extendió su Programa de Préstamos “Main Street”, con el objetivo de permitir que un mayor número de pequeñas y medianas empresas y organizaciones sin fines de lucro reciban apoyos. Asimismo, realizó ajustes a sus programas de facilidades de Financiamiento de Papel Comercial (*CPFF*), de Crédito Corporativo en los Mercados Secundarios (*SMCCF*) y de Préstamos Respaldados con Activos a Plazo (*TALF*), entre otros, con el objetivo de ampliar las entidades elegibles. Destacó que dichos ajustes incrementarán su alcance en los respectivos mercados, al tiempo que favorecerán el crédito a los hogares, a los

negocios y a la economía en general. Adicionalmente, esa Institución decidió extender hasta el 31 diciembre de 2020 algunos de sus programas de facilidades de préstamos con el objetivo de dar certidumbre de que sus medidas de estímulo seguirán disponibles para hacer frente al COVID-19. En su reunión de julio, el Comité Federal de Mercado Abierto (*FOMC*) enfatizó que la actividad económica y el empleo han repuntado en los meses recientes, si bien se ubican 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 el contexto de esta reunión, también extendió hasta el 31 de marzo de 2021 su mecanismo recíproco para el intercambio temporal de divisas (*swaps*) con otros bancos centrales, incluyendo el Banco de México, y la facilidad de reportos para bancos centrales y autoridades monetarias internacionales que les permite intercambiar bonos del Tesoro por dólares. En este contexto, las medianas de los pronósticos del *FOMC* publicadas en junio sugieren que la tasa de referencia permanecerá sin cambios hasta 2022.

Por su parte, el Banco Central Europeo no modificó sus tasas de interés de referencia, si bien en junio anunció un incremento a su Programa de Compras por la Emergencia de Pandemia (*PEPP*), el cual pasó de un monto de 750 mil millones de euros a 1.35 billones de euros, extendiéndolo hasta junio de 2021 o hasta que el Comité considere que la fase de crisis haya terminado. Aunado a lo anterior, señaló que los vencimientos asociados al *PEPP* serían reinvertidos hasta finales de 2022. Esta Institución destacó que dicho programa contribuirá a la flexibilización de las condiciones monetarias, lo que ayudaría a contrarrestar la revisión a la baja en las proyecciones de inflación derivada de la pandemia.

El Banco de Inglaterra mantuvo sin cambio su tasa de referencia en 0.10%, al tiempo que anunció en su reunión de junio un aumento en las compras de bonos gubernamentales por 100 mil millones de libras, llevando el monto total del programa de compras de activos a 745 mil millones de libras. Hacia delante, en su reunión de agosto indicó que continuará monitoreando de cerca la situación, que está listo para ajustar la política monetaria a fin de cumplir con su mandato y que mantendrá bajo revisión la gama de acciones que podrían implementarse para lograr sus objetivos. Señaló que

el Comité no tiene la intención de endurecer la política monetaria hasta que exista evidencia clara de que se está logrando un progreso significativo en la eliminación del exceso de capacidad y en alcanzar la meta de inflación del 2% de manera sostenible.

El Banco de Canadá, en sus últimas reuniones, mantuvo sin cambio su tasa de interés de referencia en 0.25%. Asimismo, en un contexto en el que las condiciones de financiamiento mejoraron a partir de marzo, dicha Institución redujo la frecuencia de las operaciones de acuerdos de recompra (repos) y la compra de aceptaciones bancarias. En cuanto a su guía futura, en su reunión de julio señaló que mantendrá su tasa de interés de referencia en niveles cercanos a cero hasta que la holgura se haya disipado, de tal manera que su meta de inflación de 2% se alcance de manera sostenida, reiterando que podría incrementar los estímulos monetarios de ser necesario.

En sus últimas reuniones, el Banco de Japón mantuvo sin cambio su tasa de interés de referencia en -0.1% y el objetivo de la tasa de 10 años en alrededor de 0%. Además, en su reunión de junio aumentó dos de las facilidades de operaciones especiales al sector corporativo, con lo que estimó que estas ascenderían a 110 billones de yenes (aproximadamente 1 billón de dólares). El gobernador de esa Institución indicó que las tasas de interés pudieran permanecer en los niveles actuales hasta 2023, advirtió que el COVID-19 ha tenido un impacto mayor al anticipado en la economía, y señaló que esa Institución está preparada para ampliar sus acciones en caso de ser necesario.

En las economías emergentes, diversos bancos centrales anunciaron recortes adicionales en sus tasas de interés de referencia, destacando los casos de Brasil, China, Colombia, Hungría, Indonesia, México, Rumania, Sudáfrica y Turquía, entre otros. Asimismo, continuaron implementando medidas para garantizar el suministro de liquidez e impulsar la provisión de crédito y el buen funcionamiento de los mercados financieros.

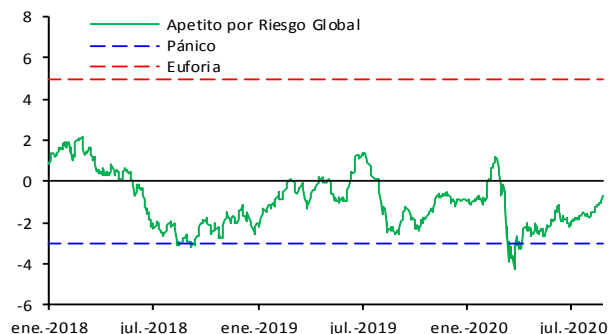
Adicionalmente, diversos países han anunciado medidas de estímulo fiscal adicionales para atenuar los efectos adversos en el empleo y en los ingresos de hogares y empresas. Entre estas destaca un nuevo paquete multianual por parte de Unión Europea para

apoyar la recuperación de sus países miembros y un acuerdo presupuestal para los próximos 7 años. El paquete de apoyo por 750 mil millones de euros, que representa cerca de 3.5% del PIB de la región, contempla 390 mil millones de euros en subsidios y 360 mil millones en préstamos de largo plazo a tasas preferenciales. En Estados Unidos, el Departamento del Tesoro y el Servicio de Impuestos Internos anunciaron el otorgamiento de exenciones de impuestos a algunos de los contribuyentes más afectados por la pandemia. Además, ante la expiración a finales de julio de varias medidas aprobadas en marzo y la falta de un acuerdo en el Congreso de ese país respecto a un nuevo plan de estímulos fiscales, el presidente de Estados Unidos aprobó una serie de medidas entre las que destaca extender los beneficios adicionales del seguro de desempleo por un monto de 400 dólares semanales, aplazar el pago del impuesto sobre la nómina, posponer el pago de deuda estudiantil y desalentar los desalojos residenciales. Por su parte, también se han anunciado nuevos programas de estímulos fiscales en algunas economías emergentes, tales como Argentina, Brasil, Chile, Colombia y Sudáfrica, entre otras.

Los mercados financieros internacionales, luego de registrar fuertes pérdidas durante febrero y marzo, iniciaron su recuperación. Lo anterior como reflejo de los estímulos monetarios, fiscales y financieros implementados por las economías consideradas de importancia sistémica y la expectativa de que estos permanezcan por un periodo significativo, así como un clima de mayor optimismo entre los inversionistas ante la reapertura gradual de la actividad económica en diversos países y la publicación de algunas cifras económicas que mostraron en mayo y junio una ligera recuperación respecto de los niveles históricamente bajos alcanzados en marzo y abril.

En este entorno, durante la mayor parte del periodo que cubre este Informe, se observó un relajamiento de las condiciones financieras, un clima de menor aversión al riesgo y una menor volatilidad en los mercados accionarios, cambiarios y de renta fija (Gráfica 16 y 17). El dólar se debilitó frente a la mayoría de las divisas y los índices accionarios registraron ganancias, mientras que las tasas de interés de bonos gubernamentales exhibieron, en general, movimientos acotados (Gráfica 18 y 19).

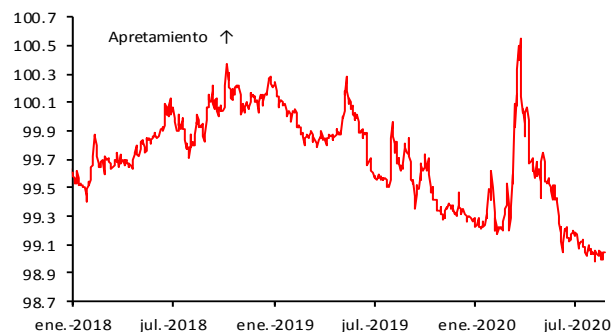
Gráfica 16
Índice de Apetito por Riesgo Global
Índice



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

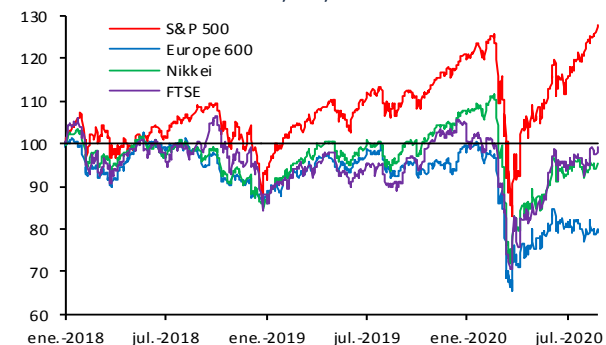
Fuente: Credit Suisse.

Gráfica 17
Índice de Condiciones Financieras Globales
Índice



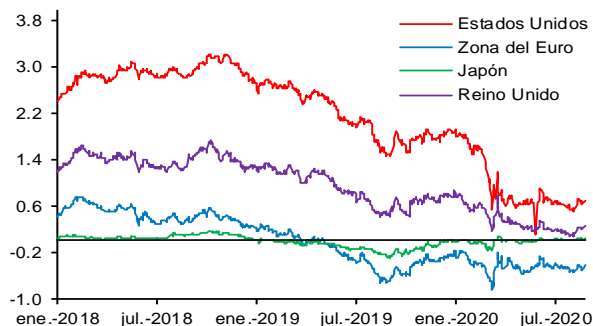
Fuente: Goldman Sachs.

Gráfica 18
Mercados Accionarios de Economías Avanzadas
Índice 01/Ene/2018=100



Fuente: Bloomberg.

Gráfica 19
Rendimiento de los Bonos a 10 años en Economías Avanzadas
En por ciento

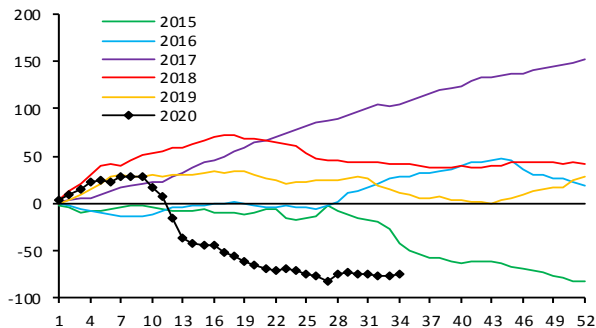


Fuente: Bloomberg.

En este contexto, los flujos hacia economías emergentes mostraron cierta estabilización, si bien los inversionistas exhibieron una mayor diferenciación entre economías y tipo de activos (Gráfica 20). Además, la mayoría de las divisas mostraron una apreciación frente al dólar y se registró una disminución en los diferenciales de crédito corporativo y en las primas de incumplimiento crediticio (Gráfica 21).

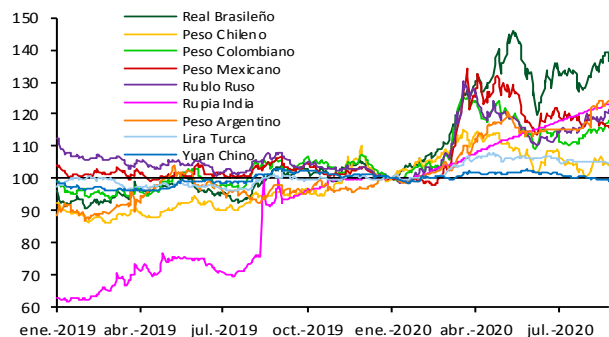
No obstante, a partir de la primera mitad de junio, los mercados financieros volvieron a registrar cierta volatilidad ante una posible segunda ola de contagios, especialmente ante el incremento de nuevos casos en China, Estados Unidos y Japón, y las discusiones de una posible sobrevaluación en los mercados accionarios a medida que se ha observado una mayor divergencia entre el comportamiento de los mercados financieros y de la actividad económica. Sin embargo, en las semanas más recientes dicha volatilidad ha disminuido ligeramente ante nuevos anuncios de medidas de estímulo fiscal en algunas economías avanzadas, avances en el desarrollo de una vacuna contra COVID-19 y la publicación de reportes corporativos mejores a lo esperado, en un contexto en el que la política monetaria se mantiene altamente acomodaticia. Así, los principales índices accionarios han mostrado movimientos mixtos, si bien acotados, mientras que las tasas de interés de bonos gubernamentales y los diferenciales de crédito corporativo han seguido disminuyendo. A pesar de la recuperación descrita, los mercados financieros no han alcanzado las condiciones previas a la pandemia.

Gráfica 20
Flujos Acumulados de Fondos Dedicados a Economías Emergentes por Semanas del Año^{1/}
 Miles de millones de dólares



^{1/} La muestra cubre fondos utilizados para la compra-venta de acciones y bonos de países emergentes, registrados en países avanzados. Los flujos excluyen el desempeño de la cartera y variaciones en el tipo de cambio.
 Fuente: Emerging Portfolio Fund Research (EPFR).

Gráfica 21
Economías Emergentes: Tipo de Cambio Respecto al Dólar
 Índice Enero 2020 =100



Fuente: Bloomberg.

El balance de riesgos para el crecimiento global continúa siendo negativo ante la elevada incertidumbre sobre la evolución de la crisis sanitaria global y sus efectos potenciales sobre la oferta y demanda agregadas, así como las posibles repercusiones en los mercados financieros internacionales. Entre los principales riesgos destacan:

- i. Que las medidas de confinamiento se intensifiquen ante las nuevas olas de contagios en algunos países que ya las habían relajado, lo que pudiera poner en riesgo la recuperación de la economía global. Este riesgo pudiera ser más relevante en la medida en la que el proceso en torno al desarrollo, aprobación y distribución de una vacuna contra el COVID-19 tarde más de lo previsto.
- ii. Un incremento en los niveles de endeudamiento del sector privado y los problemas de solvencia en las empresas de los sectores más afectados, y sus posibles efectos sobre la estabilidad financiera.
- iii. Un nuevo escalamiento en las tensiones comerciales y políticas entre Estados Unidos y algunos de sus socios, el cual pudiera tener afectaciones en las cadenas globales de suministro.
- iv. Un agravamiento de los conflictos geopolíticos y sociales en diversas regiones del mundo, que afectaría a la confianza de los consumidores y negocios.
- v. Que la incertidumbre sobre el proceso electoral en Estados Unidos aumente.
- vi. El riesgo de mayores y más frecuentes costos económicos y humanitarios derivados de desastres naturales resultado de factores ambientales.

En este contexto, existe el riesgo de que las condiciones financieras globales vuelvan a registrar un apretamiento y que esto permee en la actividad real y la estabilidad del sistema financiero, al limitar las fuentes de financiamiento de economías emergentes, en un escenario de mayores necesidades de financiamiento.

2.2. Evolución de la Economía Mexicana

2.2.1. Actividad Económica

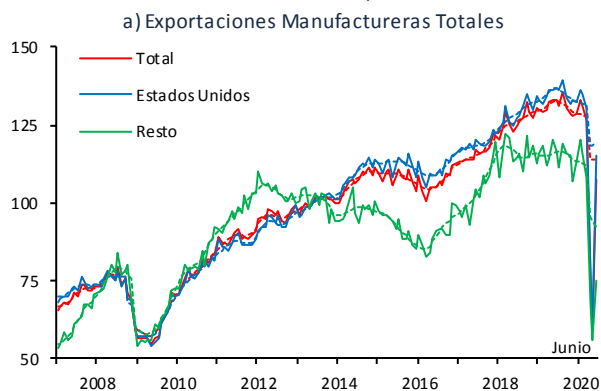
Durante el segundo trimestre de 2020 se acentuaron notoriamente las afectaciones a la actividad económica ocasionadas por la pandemia de COVID-19 y las acciones implementadas para su contención. Dichos eventos deterioraron la actividad tanto por el lado de la oferta, ante las restricciones para producir en diversos rubros clasificados como no esenciales por las autoridades, como por el de la demanda, dadas las medidas de confinamiento y distanciamiento social, aunado a la marcada debilidad de la economía mundial. 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 continuó contrayéndose, aunque a una tasa más moderada. Por su parte, en junio se observó una recuperación de la actividad económica a medida que algunas restricciones sobre la operación de las empresas y la movilidad de la población se fueron relajando desde finales de mayo y de que la demanda externa mostró cierta reactivación. Sin embargo, esta recuperación fue moderada, sobre los niveles sumamente bajos de actividad presentados en abril y mayo, al tiempo que se mantiene un entorno de incertidumbre. En consecuencia, para el trimestre en su conjunto el PIB mostró una contracción súbita y profunda.

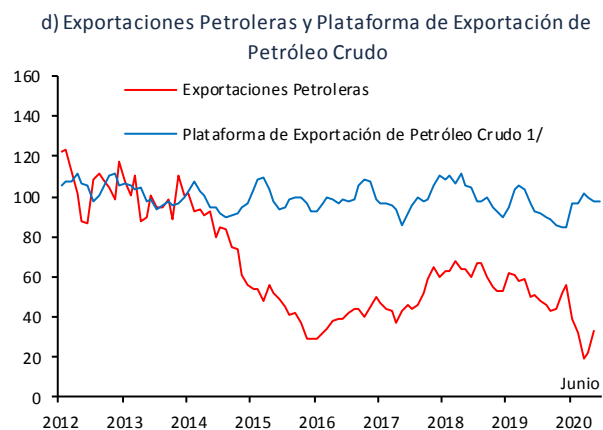
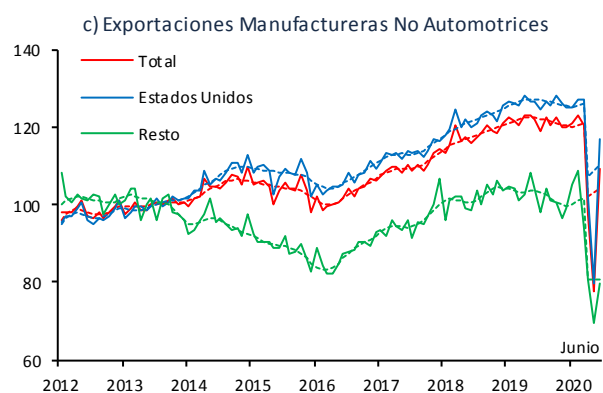
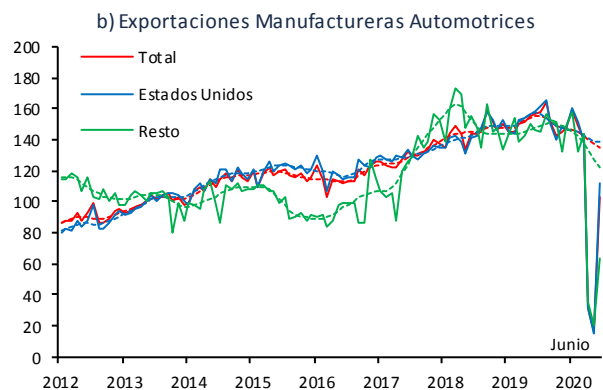
Desde finales del primer trimestre de 2020, y de manera más notoria en abril y mayo, el comercio exterior de bienes resintió de manera importante los efectos de la pandemia, lo cual se reflejó en fuertes contracciones tanto de las exportaciones, como de las importaciones. En particular, sobresale que en el periodo abril — mayo el valor en términos desestacionalizados de las exportaciones automotrices se redujo más de 80% con relación al nivel reportado en el primer trimestre de 2020, como consecuencia de la suspensión de la mayor parte de la operación de las empresas armadoras y de

autopartes establecidas en el país durante ese lapso. Asimismo, el resto de las exportaciones manufactureras cayeron cerca de 30% en la misma comparación, ubicándose en niveles no vistos desde inicios de 2010. Por su parte, consistente con la reapertura de ciertos sectores productivos en México a partir de finales de mayo, así como con la reactivación de la actividad económica en otros países, en junio tanto las exportaciones manufactureras como las importaciones totales revirtieron parcialmente las disminuciones de los dos meses previos, aunque en ambos casos se mantuvieron en niveles muy por debajo de los exhibidos previo a la propagación interna del virus. En efecto, en términos desestacionalizados, en junio el nivel de las exportaciones manufactureras se ubicó 18% por debajo del observado en febrero, mientras que las importaciones no petroleras registraron un valor 24% menor en esa misma comparación (Gráficas 22 y 23).

A su vez, en el segundo trimestre de 2020 las exportaciones petroleras se contrajeron a una tasa superior al 40% respecto del primer trimestre, reflejando, principalmente, los menores precios promedio de la mezcla mexicana de exportación, si bien la plataforma también mostró una reducción (Gráfica 22d).

Gráfica 22
Exportaciones de México
Índice 2013=100, a. e.





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

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

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

Gráfica 23
Importaciones No Petroleras^{1/}
 Índice 2013=100, a. e.



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

1/ Cifras en dólares corrientes.

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

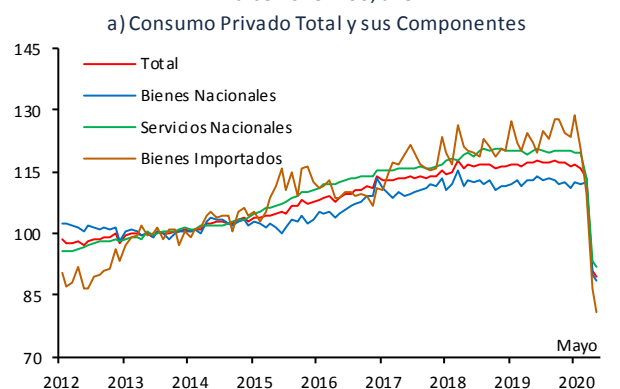
Con relación a la demanda interna, luego de que al cierre del primer trimestre el consumo privado, especialmente el de servicios, comenzara a resentir los efectos iniciales de las medidas implementadas para hacer frente a la pandemia, en el bimestre abril — mayo tales afectaciones se exacerbaban, de modo que dicho indicador se situó en su menor nivel desde julio de 2009, reflejando las pronunciadas caídas tanto en el consumo de bienes de origen importado, como en el consumo de bienes y servicios de origen nacional (Gráfica 24a).

i. Indicadores relacionados con el consumo privado sugieren una severa afectación de este agregado tanto en abril como en mayo, seguida, posiblemente, de una ligera recuperación en junio. En particular, en abril y mayo los ingresos en establecimientos comerciales al menudeo se ubicaron en su nivel más bajo desde que inició su registro en 2008, al tiempo que las ventas de las industrias manufactureras también mostraron una importante disminución en ese periodo, en tanto que en junio ambos indicadores mostraron una moderada recuperación (Gráficas 24b y 24c). Asimismo, tras la fuerte contracción que en abril registraron las importaciones de bienes de consumo no petrolero no automotriz, en mayo y junio exhibieron avances marginales, de manera que para el trimestre en su conjunto se ubicaron en niveles tan bajos como los observados en

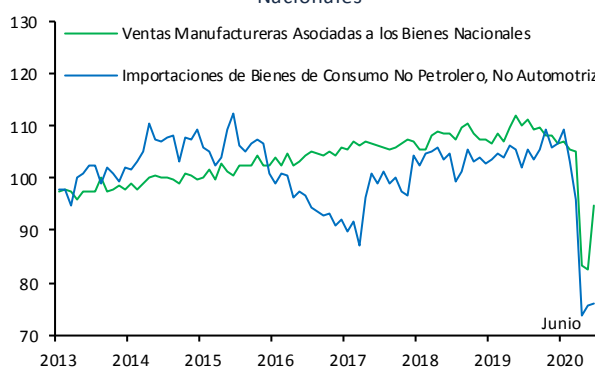
2010. Por su parte, luego de haber caído profundamente en abril y mayo, las ventas de la ANTAD presentaron una ligera reactivación en junio y julio, aunque permanecieron en niveles bajos. Las ventas de vehículos ligeros también registraron una moderada recuperación hacia el final del periodo e inicios del tercer trimestre debido, en buena medida, a la apertura gradual de los puntos de venta en algunas entidades federativas, así como a cierto aumento de las ventas por Internet (Gráfica 24c). Finalmente, el gasto diario con tarjetas de crédito y débito ha venido mostrando una recuperación, después de la fuerte caída observada en abril (Gráfica 24d).

- ii. En cuanto a algunos de los determinantes del consumo, la masa salarial real presentó en el segundo trimestre de 2020 un retroceso derivado de las afectaciones causadas por la pandemia sobre los niveles de empleo y a pesar de que el ingreso promedio real aumentó en el periodo (Gráfica 25a). Por su parte, con base en los resultados de la Encuesta Telefónica de Confianza del Consumidor (ETCO), a pesar de los avances exhibidos en junio y julio, la confianza del consumidor se mantuvo en niveles bajos, luego de la fuerte disminución reportada en abril y del retroceso adicional en mayo (Gráfica 25b).¹ Respecto del crédito destinado al consumo, en abril de 2020 se acentuó la contracción observada desde marzo (ver Sección 2.2.3). En contraste, los ingresos por remesas provenientes del exterior han mostrado resiliencia ante la emergencia sanitaria a nivel global, permaneciendo en niveles históricamente altos (Gráfica 25c). Es posible que dicho comportamiento haya estado apoyado por los complementos al ingreso implementados en Estados Unidos para mitigar los efectos adversos de la pandemia sobre el mercado laboral de ese país.

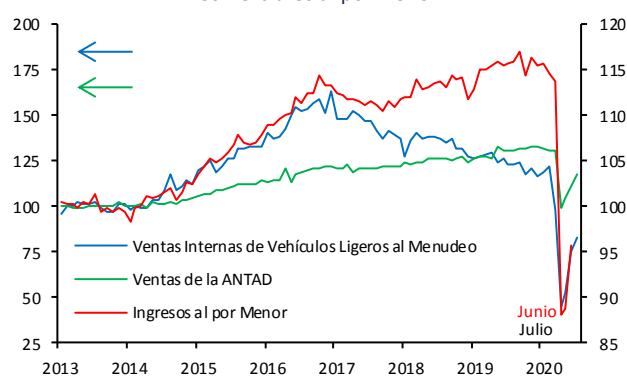
Gráfica 24
Indicadores de Consumo
Índice 2013=100, a. e.



b) Importaciones de Bienes de Consumo No Petrolero No Automotriz^{1/} y Ventas Manufactureras Asociadas a los Bienes Nacionales^{2/}



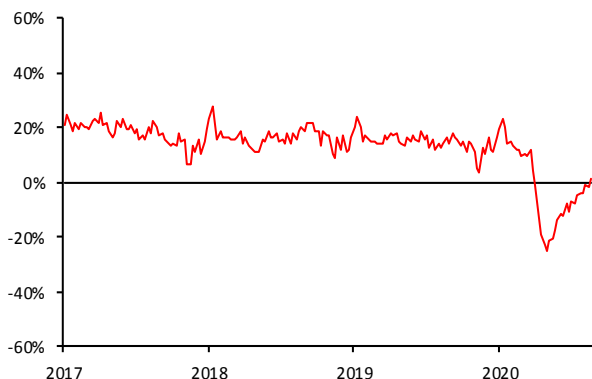
c) Ventas Internas de Vehículos Ligeros al Menudeo, Ventas en Términos Reales de la ANTAD e Ingresos en Establecimientos Comerciales al por Menor



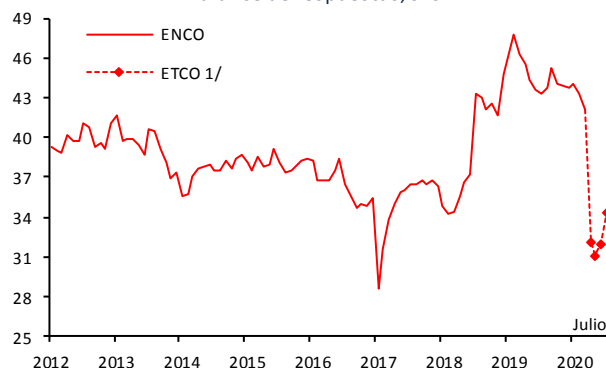
¹ En respuesta a las medidas aprobadas por el Consejo de Salubridad General, el 31 de marzo INEGI anunció la postergación de las encuestas en hogares que involucraran entrevistas cara a cara. En este contexto, se suspendió el levantamiento de la Encuesta Nacional sobre la

Confianza del Consumidor (ENCO) referentes a abril, mayo, junio y julio, sustituyéndola con la ETCO. Así, los resultados para dichos meses podrían no ser plenamente comparables con el indicador tradicional.

d) Gasto Semanal Total en Tarjeta de Crédito y Débito
Variaciones Porcentuales Anuales^{3/}



b) Confianza del Consumidor
Balance de respuestas, s. o.



a. e. / Serie con ajuste estacional.

1/ A partir de cifras en dólares corrientes.

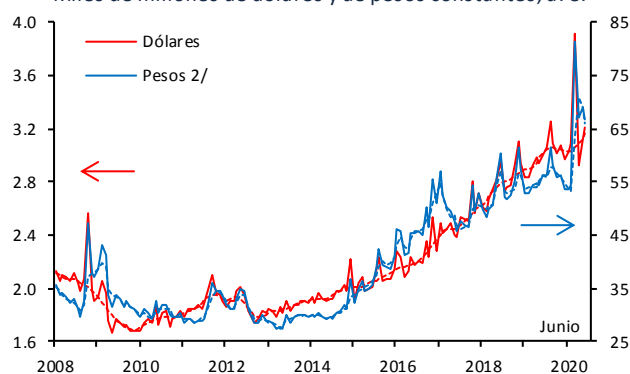
2/ Se refiere a las ventas de la Encuesta Mensual de la Industria Manufacturera (EMIM) relacionadas al consumo privado de bienes.

3/ Datos al 23 de agosto de 2020. Promedio móvil de 4 semanas.

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

c) Remesas

Miles de millones de dólares y de pesos constantes, a. e.



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

s. o. / Serie original.

e / Estimación a partir de las cifras de la Encuesta Telefónica de Ocupación y Empleo (ETOE) de abril a junio de 2020.

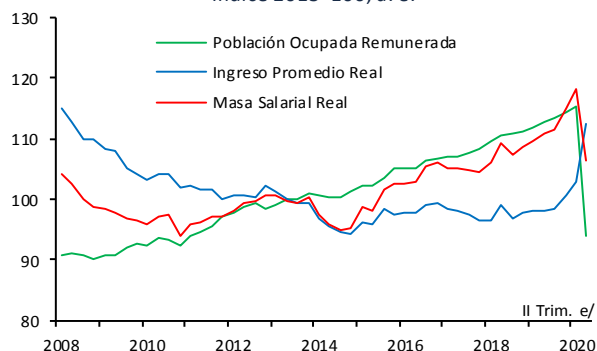
1/ Los datos que se derivan de la ETCO y de la ENCO no son estrictamente comparables, por lo que se presentan en esta gráfica únicamente con motivos ilustrativos.

2/ A precios de la segunda quincena de julio de 2018.

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

Gráfica 25
Determinantes del Consumo

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



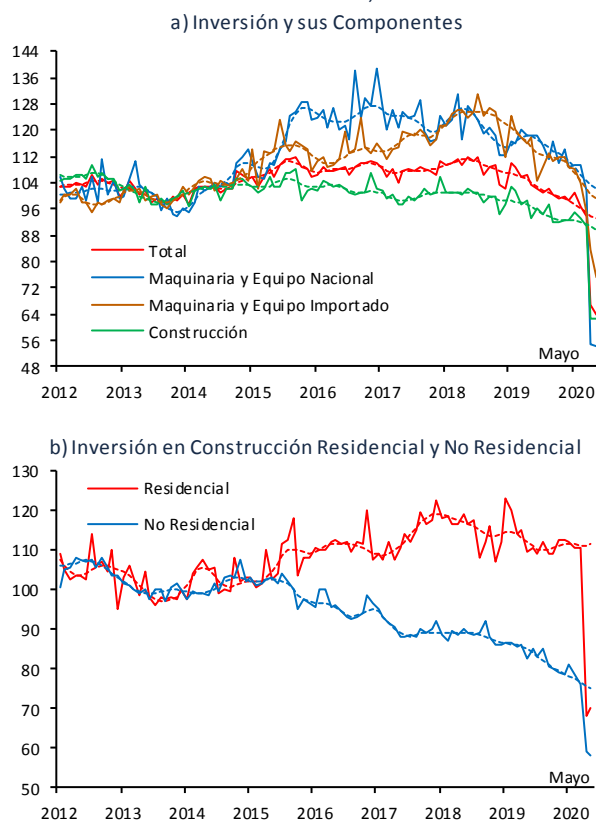
En lo relacionado con la inversión fija bruta, esta profundizó la tendencia negativa que ha venido presentando desde mediados de 2018 y se situó en el bimestre abril – mayo en su menor nivel de los últimos 20 años, exhibiendo importantes disminuciones mensuales en todos sus componentes (Gráfica 26a). Se prevé que para el trimestre en su conjunto la inversión se haya visto afectada de manera significativa por los efectos económicos, tanto internos como externos, asociados a la contingencia sanitaria y a la mayor incertidumbre que esta ha generado. En particular:

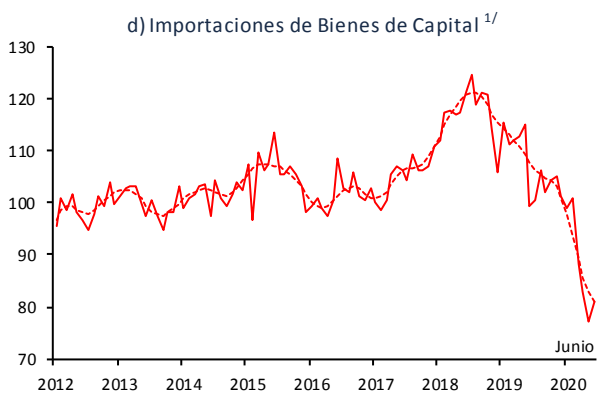
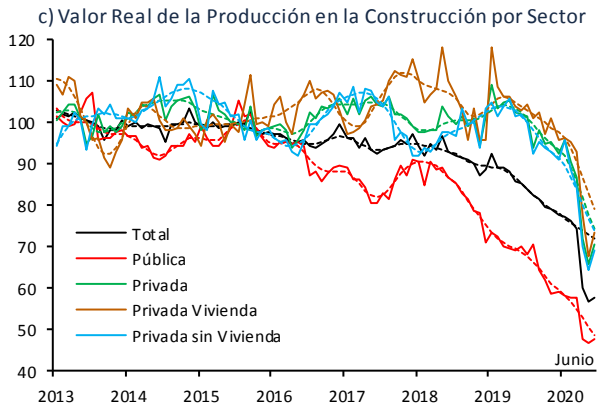
- i. En abril de 2020, el gasto de inversión en construcción, tanto residencial como no residencial, presentó una profunda caída, debido a que en ese mes solo un número reducido de actividades relacionadas a la construcción fueron consideradas como esenciales por las autoridades. Asimismo, en mayo prevaleció la debilidad del gasto en construcción residencial y no residencial (Gráfica 26b). Por sector institucional, en el bimestre abril — mayo se exacerbó el comportamiento desfavorable que han venido mostrando por varios trimestres la obra contratada tanto por el sector público como por el privado, ubicándose en niveles no reportados desde que inició su registro en 2006. A su vez, en junio la obra contratada por el sector privado mostró una moderada recuperación, en tanto que la del sector público continuó con atonía (Gráfica 26c). Por tipo de obra, destacan las contracciones en el trimestre abril — junio de la obra en edificación privada en vivienda y en edificios industriales, comerciales y de servicios, así como en la construcción de transporte y urbanización, de agua riego y saneamiento, y en edificación de escuelas contratada por el sector público.
- ii. Por su parte, en el periodo abril — mayo la inversión en maquinaria y equipo se vio deteriorada de manera importante por la emergencia sanitaria, presentándose abruptas reducciones en todos sus componentes, si bien de manera más profunda en el rubro de origen nacional. Indicadores relacionados con este agregado, tales como las importaciones de bienes de capital (Gráfica 26d), sugieren que este se mantuvo en niveles particularmente bajos durante el resto del trimestre.

Es importante considerar que la persistencia de bajos niveles de inversión no solo reduce el dinamismo de corto plazo de la actividad económica por el lado de la demanda agregada, sino que podría conducir a un menor crecimiento potencial. Por ello, como se ha

mencionado anteriormente, es indispensable que, además de enfrentar en el corto plazo la emergencia económica causada por la pandemia de COVID-19, se continúen atendiendo los retos que por varios años han venido impidiendo una mayor inversión. En este contexto, la entrada en vigor del T-MEC elimina uno de los factores de incertidumbre que pesaban sobre las decisiones de inversión y propicia una mayor integración económica de la región hacia delante. No obstante, para lograr una reactivación plena de la inversión continúa siendo necesario adoptar medidas que impulsen una mayor productividad y una asignación más eficiente de los recursos, así como propiciar un ambiente de confianza conducente a la recuperación de la inversión mediante el fortalecimiento del estado de derecho y garantizando la certidumbre jurídica.

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

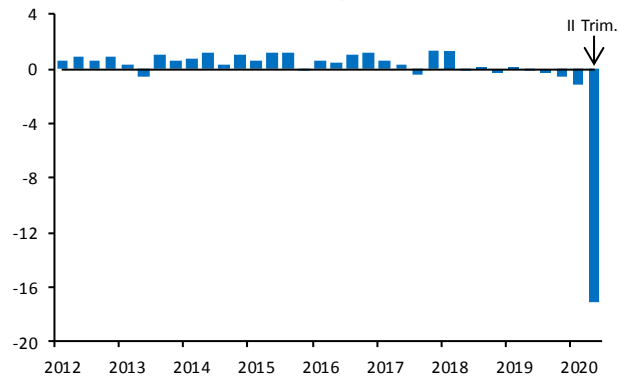




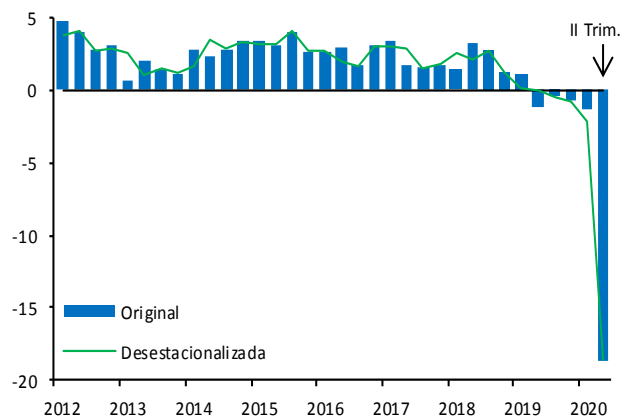
a. e. / Serie con ajuste estacional y serie de tendencia. La primera se representa con la línea sólida y la segunda con la punteada.
^{1/} A partir de cifras en dólares corrientes.
 Fuente: a) y b) Sistema de Cuentas Nacionales de México (SCNM), INEGI.
 c) Elaboración de Banco de México con información de la Encuesta Nacional de Empresas Constructoras (ENEC), INEGI. Desestacionalización de Banco de México, excepto para la serie del total.
 d) Fuente: Banco de México con base en PMI Comercio Internacional, S.A. de C.V., SAT, SE, Banco de México e INEGI. Balanza Comercial de Mercancías de México. SNIEG. Información de Interés Nacional.

Por el lado de la producción, en el segundo trimestre de 2020 la actividad económica resintió fuertemente las afectaciones causadas por la pandemia de COVID-19 y las medidas para contenerla. En efecto, en el segundo trimestre del año el PIB presentó una contracción trimestral desestacionalizada de 17.05% (disminución anual de 18.7% con cifras originales), que representa la mayor caída trimestral en la historia de este indicador y que se observa luego de reducciones respectivas de 0.58 y 1.16% en el cuarto trimestre de 2019 y en el primero de 2020. De este modo, el PIB hiló cinco trimestres consecutivos con reducciones (Gráfica 27).

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



b) Variaciones Anuales
 Por ciento



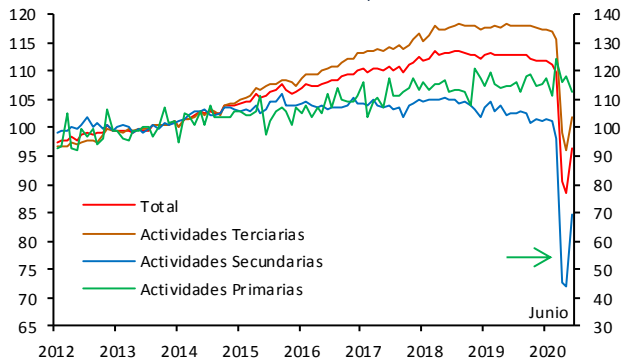
a. e. / Serie con ajuste estacional.
 Fuente: Sistema de Cuentas Nacionales de México (SCNM), INEGI.

En particular, la actividad industrial presentó una fuerte contracción en abril, en tanto que en mayo volvió a caer, si bien de manera más moderada debido, en parte, al reinicio de la producción de algunas industrias hacia finales del mes. De manera similar, 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, presentando una importante reducción en esos meses (Gráficas 28 y 29a). Por su parte, en junio la actividad industrial mostró una reactivación como reflejo de la reanudación parcial de un importante número de actividades no consideradas inicialmente como esenciales y el relajamiento de otras restricciones, particularmente en el sector manufacturero y de la construcción, si bien se mantiene en niveles bajos.

Asimismo, la producción de servicios también exhibió una ligera recuperación en ese mes. En específico:

- i. Para el segundo trimestre en su conjunto la producción manufacturera mostró un fuerte deterioro. En particular, como resultado de la suspensión de la mayoría de sus actividades en el periodo abril — mayo se observó una importante contracción de la producción de casi todos los subsectores manufactureros, destacando la drástica disminución del rubro de equipo de transporte (Gráficas 29b y 29c). A su vez, en junio las manufacturas presentaron una moderada recuperación como reflejo de cierta reactivación de la demanda, tanto interna como externa, y de la reanudación paulatina de algunos de sus sectores. Destaca que, tras haber sido declaradas actividad esencial, en junio las armadoras automotrices produjeron un mayor número de unidades, aunque se mantiene un nivel inferior al registrado previo a la pandemia, mientras que el avance en ese mes del agregado de manufacturas sin equipo de transporte estuvo explicado por una recuperación moderada y relativamente generalizada de los rubros que lo integran.
- ii. En el bimestre abril — mayo la construcción también exhibió fuertes disminuciones en todos sus rubros, sobresaliendo la registrada por la edificación en abril (Gráfica 29d). Tras haber sido incorporada dentro de las actividades esenciales, en junio esta industria mostró cierta reactivación, si bien permaneciendo en niveles muy por debajo de los observados antes de la emergencia de salud.
- iii. En cuanto a la minería, a pesar de haber enfrentado menores restricciones de operación que las manufacturas y la construcción, en el trimestre abril — junio persistió su débil desempeño como resultado de la contracción de la minería de minerales metálicos y no metálicos, así como del recorte programado a la producción de petróleo crudo en mayo y junio como parte de los compromisos de México ante la OPEP y, no obstante haber quedado fuera el acuerdo para extender el convenio de recorte un mes más, la producción en julio continuó cayendo (Gráficas 29e y 29f).
- iv. En abril y mayo los servicios estuvieron profundamente afectados por las medidas de confinamiento y la suspensión de actividades no esenciales, presentando una fuerte caída en abril y una disminución adicional en mayo. A su interior, en ese periodo las caídas fueron generalizadas, con excepción del agregado de servicios educativos y de salud que se mantuvo en un nivel similar al del trimestre previo. Indicadores disponibles de movilidad sugieren que esta ha venido incrementándose desde finales de mayo, lo que, a su vez, impulsó una mayor actividad de ciertos servicios en junio, si bien la reanudación de estas actividades ha sido gradual, moderada y heterogénea entre sus subsectores. En efecto, en junio la expansión del agregado de las actividades terciarias reflejó, principalmente, la recuperación del comercio al por mayor y al por menor, así como de los servicios de transporte e información en medios masivos. Por su parte, se observaron avances relativamente bajos en los servicios de alojamiento temporal y preparación de alimentos y en los servicios de esparcimiento, al tiempo que los servicios educativos y de salud mantuvieron atonía. En contraste, los servicios profesionales, corporativos y de apoyo a los negocios, los servicios financieros e inmobiliarios y las actividades de gobierno continuaron contrayéndose (Gráficas 30 y 31).
- v. Finalmente, las actividades primarias, las cuales fueron catalogadas en su mayoría como actividades esenciales, no resintieron los efectos de la pandemia en la misma magnitud que las actividades secundarias y terciarias. En particular, después de haber presentado una notoria expansión en marzo, en el trimestre abril — junio las actividades primarias registraron una ligera caída respecto del primer trimestre. Dicho resultado se derivó, en parte, de una menor superficie sembrada para el ciclo primavera — verano y de reducciones en las superficies cosechadas para los ciclos primavera — verano y otoño — invierno, así como de disminuciones en la producción de cultivos como maíz en grano, maíz forrajero, jitomate, trigo en grano, fresa y frijol.

Gráfica 28
Indicador Global de la Actividad Económica
 Índice 2013=100, a. e.



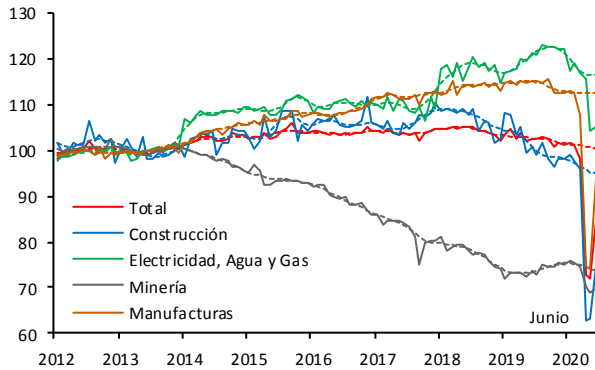
a. e. / Serie con ajuste estacional.

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

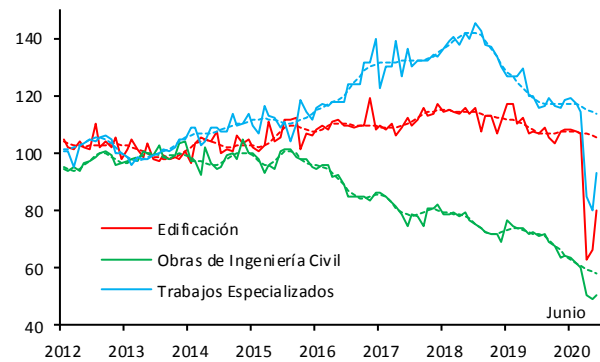
c) Producción de Vehículos Ligeros
 Miles de unidades; a. e.^{2/}



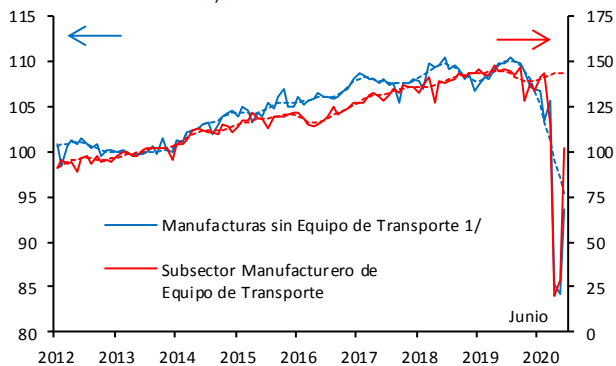
Gráfica 29
Indicadores de Producción
 Índice 2013=100, a. e.
 a) Actividad Industrial



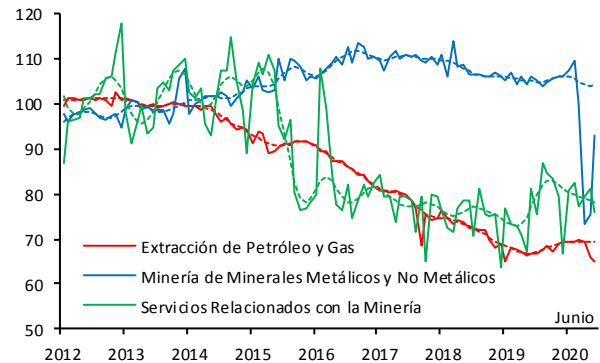
d) Componentes del Sector de la Construcción



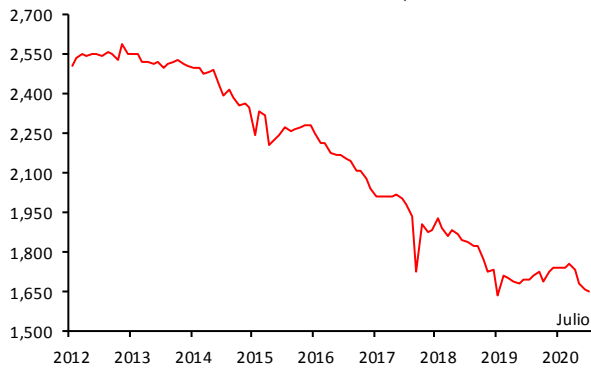
b) Sector Manufacturero



e) Componentes del Sector de la Minería
 Índice 2013=100, a. e.



f) Plataforma de Producción Petrolera ^{3/}
Miles de barriles diarios, a. e.



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

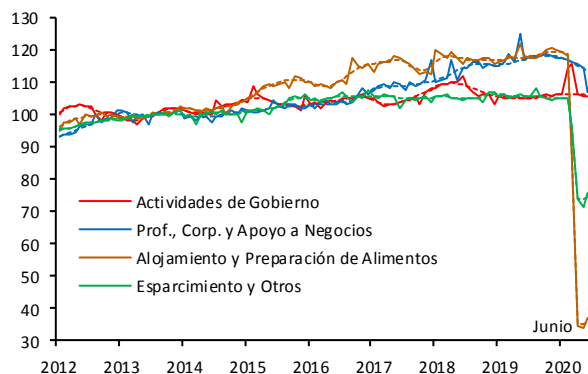
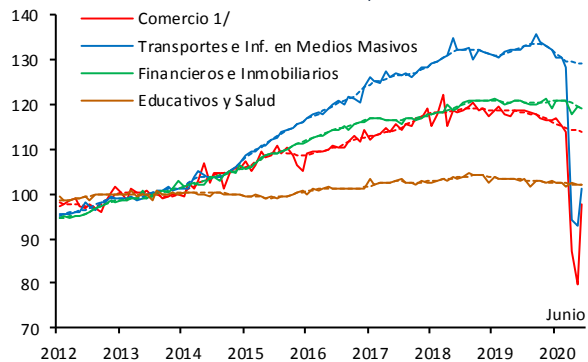
^{1/} Elaboración y desestacionalización del Banco de México con información de INEGI.

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

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

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

Gráfica 30
IGAE del Sector Servicios
Índice 2013=100, a. e.

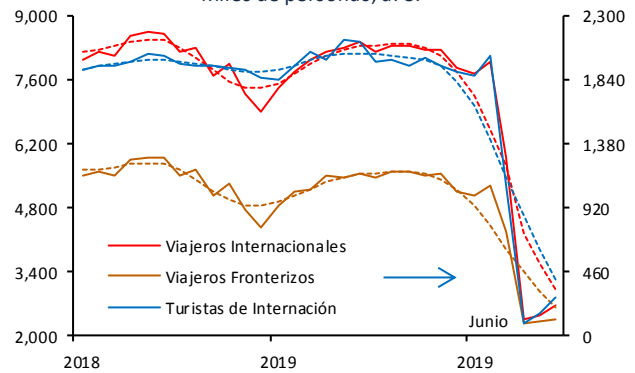


a. e. / Serie con ajuste estacional y serie de tendencia. La primera se representa con la línea sólida y la segunda con la punteada.

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

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

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

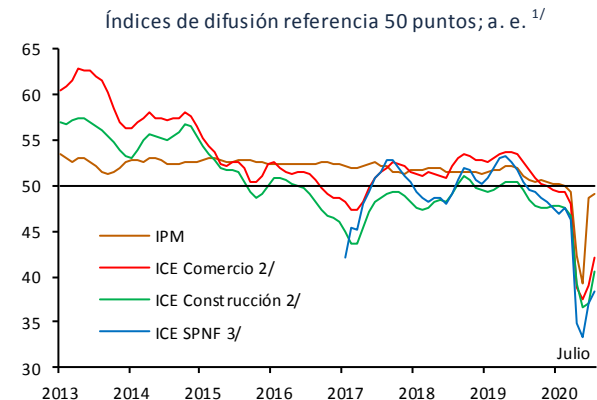


a. e. / Serie con ajuste estacional y serie de tendencia. La primera se representa con la línea sólida y la segunda con la punteada.

^{1/} Desestacionalización de Banco de México.

De manera congruente con el comportamiento de la actividad económica en el contexto de la emergencia sanitaria, en abril y mayo los indicadores de opinión empresarial para México exhibieron un deterioro significativo en cuanto al comportamiento esperado para las manufacturas, la construcción y los servicios, seguido de ciertas mejoras en sus niveles en junio y julio (Gráfica 32).

Gráfica 32
Indicador de Pedidos Manufactureros e Indicadores de Opinión Empresarial



a. e. / Series con ajuste estacional.

^{1/} Promedio móvil de 3 meses hasta marzo de 2020.

^{2/} Series desestacionalizadas por Banco de México.

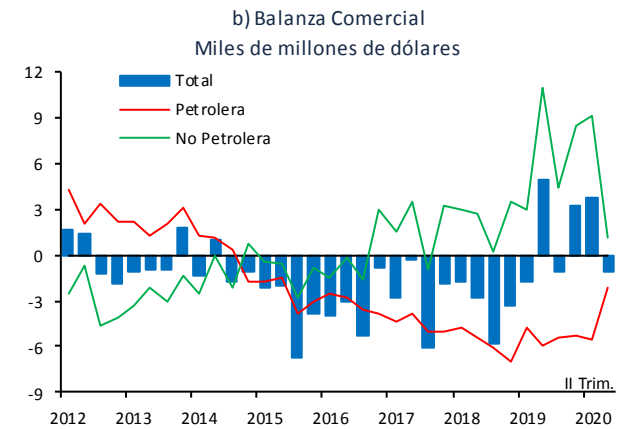
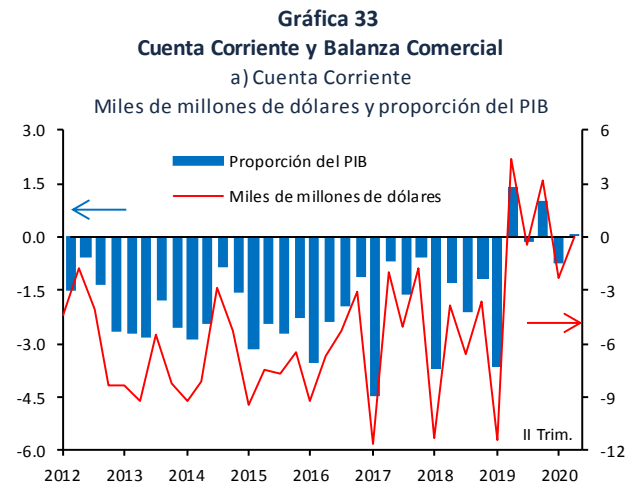
^{3/} Servicios Privados no Financieros. Corresponde a la serie original debido a que la serie inicia en 2017.

Fuente: Encuesta Mensual de Opinión Empresarial (EMOE), Banco de México e INEGI.

En el contexto de las afectaciones ocasionadas por la pandemia de COVID-19 sobre la economía, el Recuadro 2 muestra que, con base en una medida de movilidad física que sirve como indicador de la intensidad del distanciamiento social, a mayor confinamiento a nivel estatal se han presentado menores casos de contagio y también una menor actividad económica, de modo que la reapertura de la economía deberá considerar estas relaciones, toda vez que una recuperación plena no será posible sin mantener el número de contagios bajo control.

Con relación a las cuentas externas del país, en un contexto en que los efectos de la pandemia global de COVID-19 impactaron adversamente el comercio exterior de bienes y de servicios, en el segundo trimestre de 2020 el saldo de la cuenta corriente se redujo considerablemente respecto del reportado en igual trimestre de 2019. En efecto, en el periodo de referencia la cuenta corriente registró un superávit de 5 millones de dólares, lo que representó 0.0% del PIB, cifra que se compara con el superávit de 1.4% del segundo trimestre de 2019 (Gráfica 33a). La disminución anual en el superávit de la cuenta corriente fue reflejo, principalmente, de una reducción del superávit de la balanza comercial no petrolera (Gráfica 33b), así como de una fuerte caída en los ingresos por concepto de viajeros internacionales. Lo anterior fue parcialmente compensado por reducciones de los déficits del ingreso primario y de la balanza comercial petrolera. Destaca que, a pesar de las afectaciones sobre la economía global, el envío de remesas al país ha

mostrado resiliencia, resultando incluso en un saldo de la balanza de ingreso secundario ligeramente superior al observado en el mismo trimestre de 2019.



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

Recuadro 2. La Pandemia de COVID-19 y la Actividad Económica

1. Introducción

Con la transmisión global del brote de COVID-19, los países han enfrentado una complicada disyuntiva. Por una parte, para contener los contagios y reducir el número de fallecimientos por esta enfermedad ha sido necesario adoptar medidas de distanciamiento físico entre la población, tales como el cierre de escuelas, de centros de trabajo y de lugares de esparcimiento, mismas que se han visto complementadas por acciones voluntarias de empresas y hogares para buscar disminuir la probabilidad de contagio. En efecto, limitar las interacciones entre personas contribuye a acotar la transmisión del virus, a evitar que se saturen los servicios de salud y, por lo tanto, a reducir el número de muertes. Por otra parte, estas medidas conllevan un costo económico al implicar, en mayor o menor grado, que la economía detenga su actividad. Claro está que una pandemia desbordada podría tener costos económicos mucho más elevados que los derivados de la instrumentación de medidas de salud pública.¹ Además, el impacto económico de las acciones orientadas a contener la pandemia puede ser mitigado mediante medidas de apoyo, como ha sucedido, en mayor o menor medida, en varios países, incluyendo México.²

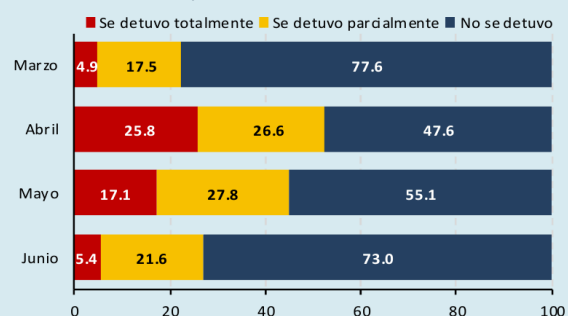
En este contexto, este Recuadro utiliza la heterogeneidad regional en términos de la severidad del confinamiento y distanciamiento social, aproximada a través de una medida de movilidad, para analizar el impacto del mayor aislamiento social a raíz del brote de COVID-19 sobre la actividad económica. Se encuentra que, si bien estas medidas han implicado un efecto negativo sobre el empleo formal y el consumo de los hogares, también han estado relacionadas con una menor tasa de crecimiento del número de casos nuevos de COVID-19.

2. Medidas de contención

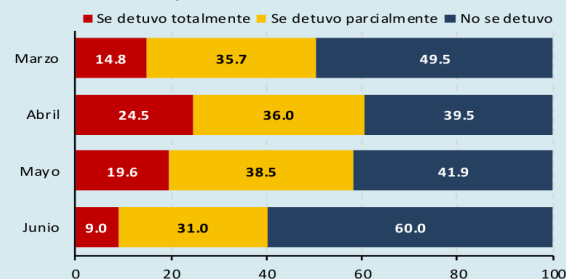
El 30 de marzo de 2020, el Consejo de Salubridad General (CSG) declaró emergencia sanitaria por causa de fuerza mayor y a partir de esta fecha se detuvieron las actividades consideradas como no esenciales.³ Esto implicó que, de acuerdo a la Encuesta Mensual de la Actividad Económica Regional que levanta el Banco de México para propósitos de su Reporte sobre las Economías Regionales, entre marzo y junio hasta 52% de las empresas del sector manufacturero y 60% del no-manufacturero llegaron a registrar un cierre parcial o total de sus actividades (Gráfica 1).

Adicionalmente, las actividades de las empresas también se han visto afectadas por una menor demanda debido a que los consumidores han reducido su gasto, ya sea porque están permaneciendo más tiempo en sus casas para disminuir la probabilidad de contagio, limitando con ello la adquisición de bienes y servicios directamente en los establecimientos, o por el choque negativo que la pandemia ha implicado para el ingreso de algunos hogares, especialmente si estos han sufrido una pérdida de empleo.

Gráfica 1
Afectaciones en las Empresas por la Contingencia ante la Pandemia de COVID-19
Paro del Proceso Productivo
Porcentaje de Empresas
a) Sector Manufacturero



b) Sector No Manufacturero



Fuente: Elaboración del Banco de México con información de la Encuesta Mensual de Actividad Económica Regional, correspondiente a los levantamientos del 1 al 29 de abril 2020; del 4 al 28 de mayo 2020; del 1 al 29 de junio 2020; y del 1 al 31 de julio 2020. Resultados obtenidos de la pregunta: "Debido a la contingencia ante la propagación del COVID-19, indique si el proceso productivo de su empresa se detuvo parcial o totalmente".

¹ En el contexto de la gripe española de 1918, Correia et al. (2020) encuentran que la pandemia en sí misma implicó trastornos económicos a corto plazo, pero que estas afectaciones fueron similares entre ciudades con intervenciones no-farmacéuticas (INF), como, por ejemplo, el distanciamiento social, más o menos estrictas. En el mediano plazo, encuentran evidencia que sugiere que las INF están asociadas con mejores resultados económicos. Por lo tanto, estos autores encuentran que las INF pueden reducir la transmisión de enfermedades sin necesariamente deprimir aún más la actividad económica. Por otro lado, con base en un modelo que combina un modelo epidemiológico estándar con un modelo de producción de dos sectores con estructura de insumo-producto, Bodenstein et al. (2020) muestran que, al afectar a los trabajadores en el sector esencial, una infección no mitigada por el distanciamiento social puede causar costos económicos iniciales muy grandes en términos de producción, consumo e inversión. Las medidas de distanciamiento social pueden reducir estos costos, especialmente si se desvían hacia industrias y ocupaciones no esenciales con tareas

que se pueden realizar desde el hogar, ayudando a suavizar el aumento de las infecciones entre los trabajadores del sector esencial.

² En los Recuadros 1 y 7 del Informe Trimestral Enero - Marzo 2020 se describen las medidas adoptadas tanto a nivel nacional como internacional para enfrentar el panorama adverso generado por la pandemia de COVID-19.

³ El 31 de marzo de 2020 fue publicado en el Diario Oficial de la Federación el "Acuerdo por el que se establecen acciones extraordinarias para atender la emergencia sanitaria generada por el virus SARS-CoV2". En este Acuerdo se establece la suspensión de las actividades no esenciales desde el 30 de marzo hasta el 30 de abril, plazo que fue posteriormente ampliado al 30 de mayo (DOF 21/04/2020).

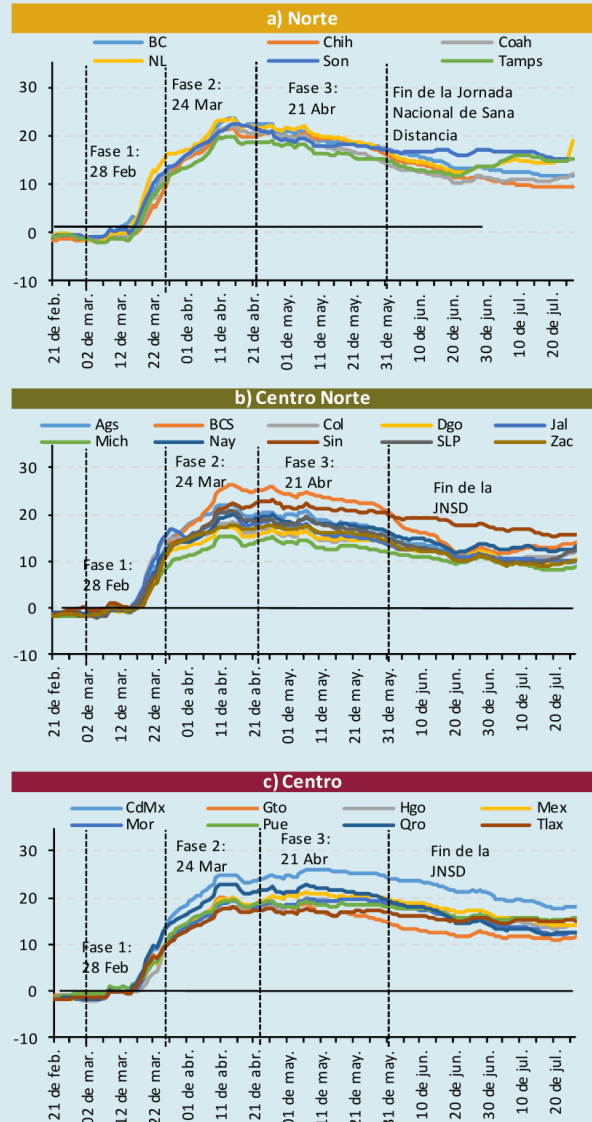
Estos efectos se han dado de manera generalizada, afectando a todas las entidades federativas y todos los sectores de actividad económica. Sin embargo, se ha observado heterogeneidad regional en términos de la severidad de las medidas de salud pública adoptadas por las autoridades, así como de las acciones voluntarias de los hogares con el fin de limitar la propagación del contagio. Así, es de interés analizar si la afectación sobre la actividad económica ha sido más profunda en aquellas entidades en donde las medidas de confinamiento y distanciamiento social han sido más severas, así como si estas medidas han apoyado a contener la pandemia.

3. Movilidad y Actividad Económica

Una dificultad para analizar el impacto de las medidas de confinamiento y distanciamiento social sobre la actividad económica es que es complejo cuantificar el grado de severidad de estas medidas, así como el grado en que los hogares y empresas se han adherido a estas, ya sea por decreto o voluntad propia.⁴ En este sentido, se utilizan los datos del *Google Mobility Report* de permanencia de la población en sus residencias como una variable proxy de la severidad de las medidas de confinamiento y distanciamiento social. Así, estos datos indican que en México la población ha tendido a permanecer en sus hogares más tiempo de lo que lo hacía antes de la pandemia, sugiriendo que está procurando mantenerse aislada para evitar contagios (Gráfica 2). También permiten identificar heterogeneidad en la intensidad del grado de confinamiento entre entidades federativas. Este comportamiento diferenciado pudiera responder a varios factores tales como a la evolución local de la pandemia, las distintas medidas implementadas por los gobiernos locales, la heterogeneidad en las preferencias de la población respecto al confinamiento y la posibilidad de trabajar en casa, así como de la disponibilidad de servicios de entrega de alimentos y bienes para el hogar. Es importante repetir que los cambios observados en la movilidad pueden ser el resultado tanto de decretos oficiales como de las acciones voluntarias de las empresas y hogares, por lo cual la reducción en movilidad podría anteceder a la implementación de medidas oficiales y podría prolongarse más allá del relajamiento de estas en la medida que los hogares y empresas consideren conveniente mantener el confinamiento y distanciamiento social en mayor o menor medida.

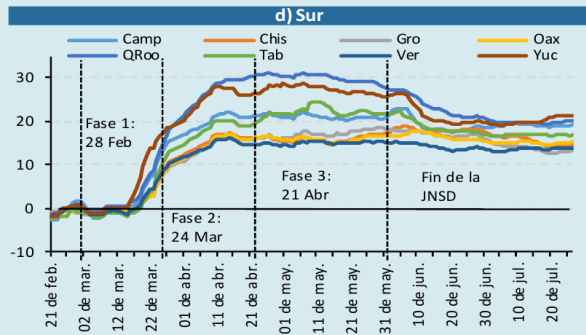
Gráfica 2
Estadía Residencial

Desviación Porcentual Respecto del Valor Medio del Periodo de Referencia ^{1/}



⁴ A nivel global, la Universidad de Oxford, a través del proyecto Oxford COVID-19 Government Response Tracker, publica el "Government Response Stringency Index" que mide la severidad de las medidas de salud pública adoptadas por las

autoridades, con base en información sobre el cierre de escuelas, lugares de trabajo y prohibiciones de viajes, entre otros.



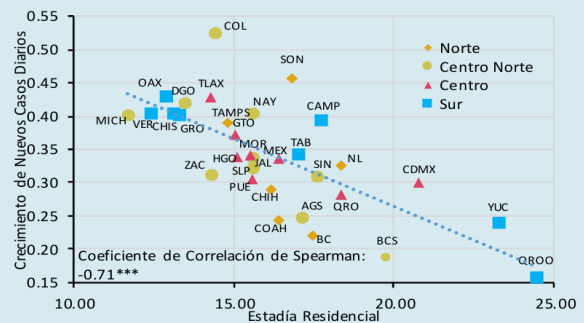
¹ El índice de estadia residencial mide el incremento porcentual del tiempo que los usuarios de teléfonos celulares se mantuvieron en sus hogares respecto del periodo de referencia que comprende del 3 de enero al 6 de febrero de 2020.

Nota: El inicio de la Jornada Nacional de Sana Distancia (JNSD) fue el 23 de marzo, un día antes del inicio de la Fase 2. El norte incluye Baja California (BC), Chihuahua (Chih), Coahuila (Coah), Nuevo León (NL), Sonora (Son) y Tamaulipas (Tamps); el centro norte considera Aguascalientes (Ags), Baja California Sur (BCS), Colima (Col), Durango (Dgo), Jalisco (Jal), Michoacán (Mich), Nayarit (Nay), San Luis Potosí (SLP), Sinaloa (Sin) y Zacatecas (Zac); el centro lo integran Ciudad de México (CdMx), Estado de México (Mex), Guanajuato (Gto), Hidalgo (Hgo), Morelos (Mor), Puebla (Pue), Querétaro (Qro) y Tlaxcala (Tlax), y el sur, Campeche (Camp), Chiapas (Chis), Guerrero (Gro), Oaxaca (Oax), Quintana Roo (QRoo), Tabasco (Tab), Veracruz (Ver) y Yucatán (Yuc).

Fuente: Elaboración propia con base en datos del *Global Mobility Report* de Google.

Las medidas de confinamiento parecerían haber contribuido a contener la propagación de la pandemia en México, toda vez que se estima una correlación negativa entre la intensidad de la estadia residencial y la tasa de crecimiento del número de casos nuevos de COVID-19 por entidad federativa (Gráfica 3). Esto sugiere que estas medidas de distanciamiento social han contribuido a contener la propagación de la pandemia en México y que, de no haberse implementado, el número de casos confirmados, y probablemente también el número de fallecimientos, habría resultado mayor que el observado.

Gráfica 3
Crecimiento de Nuevos Casos Diarios y Estadia Residencial por Entidad Federativa
Promedio abril y mayo 2020



***, ** indican significancia estadística al 1%, 5% y 10%, respectivamente.

Nota: El índice de estadia residencial se encuentra rezagado 14 días y se calcula a partir del promedio móvil de 7 días de la serie. Para el crecimiento de nuevos casos diarios, se calcula el promedio móvil de 7 días para la serie de nuevos casos diarios. Con esta serie, se calcula la tasa de crecimiento semanal para cada día del mes y finalmente se estima el promedio mensual de dichas tasas. Los nuevos casos diarios se determinan respecto a la fecha de inicio de síntomas reportado por la Secretaría de Salud.

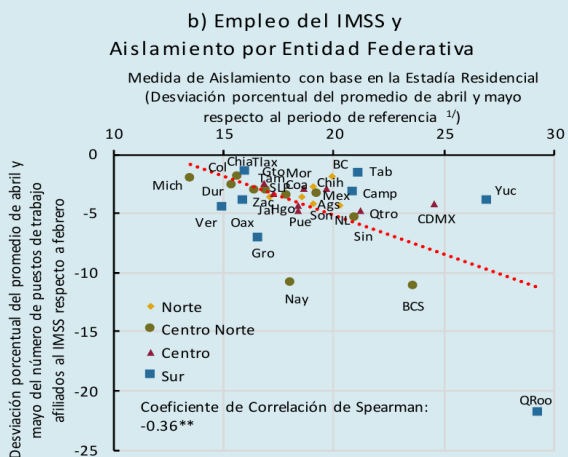
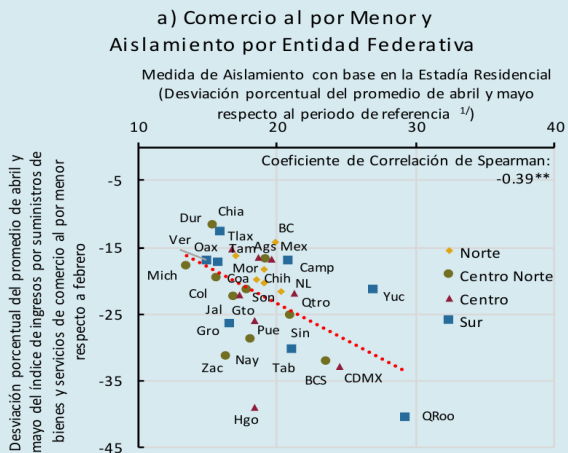
Fuente: Elaboración propia con base en datos de la Secretaría de Salud y del *Global Mobility Report* de Google.

Al relacionar esta medida de confinamiento y distanciamiento social con indicadores de actividad a nivel estatal se observa que el impacto a la actividad económica ha sido mayor en aquellas entidades federativas en las que la población ha mantenido un aislamiento más estricto, ya que estas han tendido a mostrar mayores disminuciones tanto en su nivel de consumo, aproximado mediante las ventas en establecimientos comerciales al por menor, así como en el empleo formal, medido por el número de puestos de trabajo afiliados al IMSS (Gráfica 4).⁵

⁵ Es importante señalar que estas relaciones son correlaciones y por lo tanto no se pueden interpretar de manera causal. Si bien es natural pensar que para la mayoría de las ramas de actividad la reducción en la movilidad antecede a la contracción en actividad económica, pueden haber excepciones importantes como podrían ser las actividades turísticas en donde la reducción observada en la movilidad podría

derivarse de una menor actividad económica ante la menor llegada de viajeros nacionales e internacionales (nótese en la Gráfica 4, por ejemplo, el caso de Quintana Roo que registró una reducción muy pronunciada en la movilidad).

Gráfica 4
Aislamiento y Actividad Económica en las Entidades Federativas durante la Pandemia



***, **, * indican significancia estadística al 1%, 5% y 10%, respectivamente.
^{1/} El periodo de referencia comprende del 3 de enero al 6 de febrero de 2020. Se utiliza la medida de aislamiento presentada en la Gráfica 1.
 Nota: De excluirse Quintana Roo, que es la entidad con el mayor nivel de confinamiento y efectos sobre la actividad, los coeficientes de Spearman son -0.33* para el caso de comercio al por menor y -0.30 para el caso del empleo. En esta última variable se pierde precisión estadística, pero la estimación puntual se mantiene en niveles similares.
 Fuente: Elaboración de Banco de México con base en datos del INEGI, del IMSS y del *Global Mobility Report* de Google.

4. Consideraciones finales

El distanciamiento social es una herramienta que distintos países, entre ellos México, han utilizado en menor o mayor grado para contener la propagación de la pandemia de COVID-19 y que conlleva un costo económico inevitable. A partir del final de la Jornada Nacional de Sana Distancia se ha observado un relajamiento de las medidas de confinamiento en los hogares y, ante ello, cierta reactivación de la economía. Al respecto, es necesario que el proceso de reapertura se implemente de manera ordenada, y con un elevado nivel de coordinación entre las distintas autoridades y de participación de la sociedad en su conjunto, de modo que se disminuya la probabilidad de un rebrote de la pandemia, lo cual tendría efectos negativos sobre la salud de la población y podría ocasionar repercusiones negativas de más largo plazo sobre la economía.

5. Referencias

Martin Bodenstern, Giancarlo Corsetti, y Luca Guerrieri. (2020). "Social Distancing and Supply Disruptions in a Pandemic" <https://www.federalreserve.gov/econres/feds/social-distancing-and-supply-disruptions-in-a-pandemic.htm>.

Sergio Correia, Stephan Luck y Emil Verner. (2020). "Pandemics Depress the Economy, Public Health Interventions Do Not: Evidence from the 1918 Flu" https://papers.ssrn.com/sol3/Papers.cfm?abstract_id=3561560

2.2.2. Mercado Laboral

En el periodo que se reporta, las condiciones del mercado laboral mostraron un deterioro significativo derivado de la pandemia de COVID-19 y las medidas para hacerle frente, presentando importantes variaciones en diversos márgenes de ajuste (Cuadro 1 y Gráficas 34 y 35).

En particular, con base en los resultados de la Encuesta Telefónica de Ocupación y Empleo (ETOE),² en abril se presentó una fuerte reducción de la ocupación, la cual se asoció con una notoria salida de personas de la fuerza laboral y un incremento relativamente moderado de la tasa de desocupación. En efecto, se estima que en ese mes la población ocupada se redujo en aproximadamente 12.5 millones de personas, cifra similar a los 12 millones que salieron de la fuerza laboral (disminución de 12 puntos porcentuales en la tasa de participación). El descenso del empleo estuvo concentrado principalmente entre los trabajadores informales (10.4 millones), resultando en una marcada caída tanto en la tasa de informalidad, como en la tasa de ocupación en el sector informal. A su vez, la reducción de la ocupación formal reportada en la ETOE (2.1 millones) reflejó disminuciones en diversas categorías de empleo formal, como, por ejemplo, una reducción de puestos de trabajo afiliados al IMSS (555 mil plazas de acuerdo a los registros administrativos de dicha institución).³ De acuerdo a la ETOE, por posición en la ocupación las mayores disminuciones se observaron en los trabajadores subordinados y remunerados (6.3 millones) y en los trabajadores por cuenta propia (4.3 millones). Buena parte de la menor ocupación fue atribuible a la suspensión temporal sin percepción de ingresos ni garantía de retorno de muchos trabajadores, en un entorno de distanciamiento social y de suspensión de actividades

no esenciales. En contrapartida a la menor participación laboral, se presentó un fuerte aumento de la población no económicamente activa (PNEA), impulsado, a su vez, por un significativo incremento de 14.1 millones en la población disponible para trabajar pero que no estaba activamente buscando empleo.⁴ Como se mencionó, también se observó un incremento de la población desocupada que, en combinación con la reducción de la fuerza laboral, implicó un incremento en la tasa de desocupación de 2.9% en marzo a 4.7% en abril con cifras sin ajuste estacional. También se registró un aumento en la tasa de subocupación de 9.1% en marzo a 25.4% en abril como resultado de una considerable expansión de casi 6 millones de trabajadores subocupados, la cual se puede asociar a un mayor número de trabajadores ausentes temporales con vínculo laboral, así como a reducciones en las jornadas de trabajo. En efecto, se observó una importante reducción en las horas trabajadas de la población ocupada para el segundo trimestre de 2020. En particular, dicho indicador se ubicó en 33.2 horas semanales promedio para los trabajadores informales y 42.1 horas semanales para los formales, cifras que se comparan con las de 39.3 y 46.3 horas promedio del trimestre previo, respectivamente.

En mayo, en un contexto en el que continuaron suspendidas las actividades no esenciales y persistieron las acciones de distanciamiento físico, la tasa de participación laboral mantuvo un nivel similar al reportado en abril y la tasa de desocupación registró un ligero retroceso. Con base en la ETOE, destaca que la población ocupada mostró un ligero avance de 284 mil personas que reflejó la combinación de un retorno de diversos trabajadores informales (1.9 millones) y un deterioro adicional de la ocupación formal (1.6 millones). Asimismo, la tasa

² En respuesta a las medidas aprobadas por el Consejo de Salubridad General, el 31 de marzo INEGI anunció la postergación de las encuestas en hogares que involucraran entrevistas cara a cara, lo que ha afectado el levantamiento de la Encuesta Nacional de Ocupación y Empleo (ENOE) y por lo cual adoptó formas de levantamiento alternativas. Así, los resultados reportados para los meses en los que se mantengan estas medidas, iniciando con los correspondientes al mes de abril, podrían no ser enteramente comparables con los reportes tradicionales. Si bien a finales de julio se anunció que el INEGI podría retomar las entrevistas presenciales, se desconoce cuándo podría normalizarse por completo el levantamiento tradicional.

³ El empleo formal considera a trabajadores afiliados al Instituto Mexicano del Seguro Social (IMSS), al Instituto de Seguridad y Servicios Sociales de los Trabajadores del Estado (ISSSTE), a las instituciones de seguridad social estatales, a PEMEX, al Instituto de Seguridad Social para las Fuerzas Armadas Mexicanas (ISSFAM), así como a profesionistas independientes que tienen todas las prestaciones y características de un empleo formal y que no están inscritos en el IMSS por tener su propio seguro médico.

⁴ Para la ETOE, en este rubro se clasifican a las personas ausentes temporales de una actividad u oficio y a las personas con necesidad o deseos de trabajar las cuales eran clasificadas en la ENOE en el rubro "Otros" de la Población No Económicamente Activa No Disponible.

de subocupación siguió incrementándose, ubicándose en 29.9%, lo que se puede relacionar con el hecho de que, si bien hubo una reducción en los trabajadores con vínculo laboral, el aumento en la ocupación se concentró en jornadas laborales promedio de entre 15 y 34 horas por semana. Por su parte, al interior de la PNEA se observó una ligera disminución en la población disponible.

Finalmente, conforme algunas restricciones sobre la operación de las empresas y la movilidad de la población se fueron relajando, en junio se observó una mejoría en diversos indicadores del mercado laboral respecto de abril y mayo. En particular, la tasa de participación laboral exhibió un avance con respecto al mes previo, al pasar de 47.4 a 53.1%, ello como resultado de la reincorporación de 5.7 millones de personas a la fuerza laboral. De acuerdo a la ETOE, dicho avance estuvo explicado, en buena parte, por un aumento de 4.7 millones de personas ocupadas, tanto formales (1.7 millones), como informales (3.0 millones). El relativo mayor crecimiento del empleo informal llevó a que la tasa de informalidad mostrara un incremento de 51.8 a 53.0% entre mayo y junio. La expansión de la fuerza laboral también se vio reflejada en una mayor tasa de desocupación (que pasó de 4.2% en mayo a 5.5% en junio), explicada por una mayor población en búsqueda activa de empleo de cerca de 900 mil personas ante la reanudación gradual de la actividad económica. Por su parte, la tasa de subocupación se redujo respecto del mes previo, al pasar de 29.9% en mayo a 20.1% en junio. En este sentido, si bien el mayor empleo estuvo impulsado por ocupaciones con jornadas laborales de más de 35 horas, para un gran número de trabajadores las jornadas de trabajo siguieron siendo

menores a lo que preferirían. De manera relacionada, destaca que al interior de la PNEA se registró una importante disminución en la población disponible para trabajar de 6.1 millones de personas.

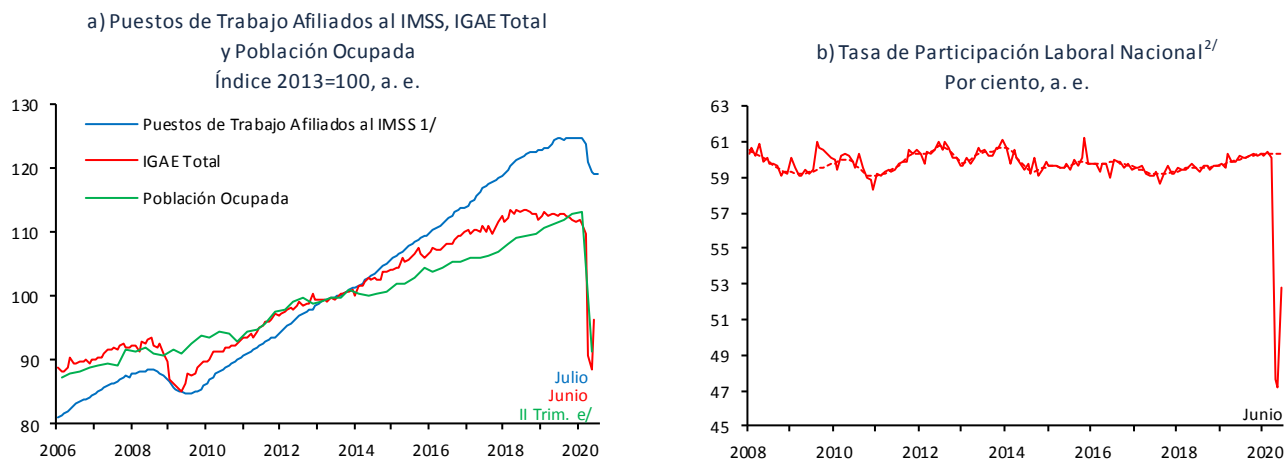
Por sector de actividad económica, en junio los servicios mostraron una pérdida de empleo respecto al nivel de marzo de 4.8 millones de puestos, al tiempo que la actividad industrial presentó una reducción de 2.5 millones de empleos. De manera relacionada, la creación de puestos de trabajo afiliados al IMSS también exhibió un claro desempeño negativo durante el periodo, registrando entre marzo y julio una pérdida acumulada de poco más de 1.1 millones de puestos de trabajo con cifras originales, si bien su caída parecería haberse frenado en ese último mes. Las pérdidas han estado concentradas en sectores como el comercio, transformación, servicios sociales y comunales, servicios para empresas, personas y el hogar, y la construcción.

Por género, de los 12.5 millones de empleos que se perdieron al inicio de la pandemia, se estima que cerca de 7.3 millones correspondieron a puestos ocupados por hombres y 5.2 millones a puestos ocupados por mujeres, en tanto que en mayo y junio la recuperación parcial de la ocupación fue de 2.7 millones en el caso de los hombres y de 2.3 millones en el de las mujeres. En cuanto a la tasa de desocupación, en el segundo trimestre dicho indicador alcanzó niveles de 5.3% para los hombres y de 3.9% para la mujeres, cifras que se comparan con las de 3.5 y 3.4% registradas en el primer trimestre de 2020.

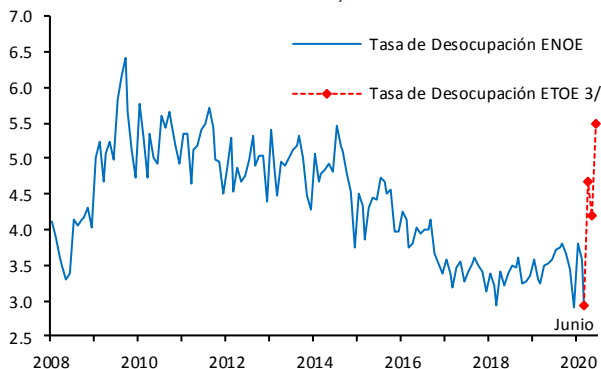
Cuadro 1
Algunos Conceptos sobre el Mercado Laboral

Concepto	Definición
Población Económicamente Activa (PEA)	Personas de 15 y más años de edad que tuvieron vínculo con la actividad económica o que lo buscaron en la semana de referencia del levantamiento de la encuesta. La tasa de participación laboral se refiere al porcentaje de la población de 15 años y más que se encuentra dentro de la PEA.
Población Ocupada	PEA que realiza una actividad económica, ya sea de manera independiente o subordinada. La tasa de ocupación se refiere al porcentaje de la PEA que se encuentra ocupada.
Ocupados Formales	Ocupados en todas aquellas actividades económicas que se desarrollan en empresas constituidas en sociedad, corporaciones, instituciones públicas o privadas, negocios no constituidos en sociedad, pero que reportan ingresos ante la autoridad hacendaria y en la agricultura y/o crianza de animales orientadas al mercado. Incluyen a los puestos de trabajo afiliados al IMSS, ISSSTE, ISSFAM, PEMEX, instituciones de seguridad social estatales, profesionistas independientes con prestaciones y seguridad social, etc.
Ocupados Informales	Suma, sin duplicar, de los ocupados laboralmente vulnerables por la naturaleza de la unidad económica para la que trabajan, con aquellos cuyo vínculo o dependencia laboral no es reconocido por su fuente de trabajo. La tasa de informalidad laboral se refiere al porcentaje de la población ocupada que se clasifica como informal.
Ocupados en el sector Informal	Ocupados que se desempeñan en una unidad económica no constituida en sociedad que opera a partir de los recursos de los hogares, y que no lleva un registro contable de su actividad, independientemente de las condiciones de trabajo que se tengan. La tasa de ocupación en el sector informal se refiere al porcentaje de la población ocupada que labora en el sector informal.
Subocupados	Población ocupada que tiene la necesidad y disponibilidad de ofertar más tiempo de trabajo de lo que su ocupación actual le demanda. La tasa de subocupación se refiere al porcentaje de la población ocupada que se encuentra subocupada.
Desocupados	Población Económicamente Activa (PEA) que no trabajó siquiera una hora durante la semana de referencia de la encuesta pero manifestó su disposición para hacerlo e hizo alguna actividad por obtener empleo. La tasa de desocupación se refiere al porcentaje de la PEA que se encuentra desocupada.
Población No Económicamente Activa (PNEA)	Personas de 15 y más años de edad que en la semana de referencia únicamente realizaron actividades no económicas y no buscaron trabajo.
Disponibles	Personas dentro de la PNEA que, en la semana de referencia no trabajaron, no tenían trabajo y no buscaron activamente uno, por considerar que no tenían oportunidad para ello, pero tienen interés en trabajar.

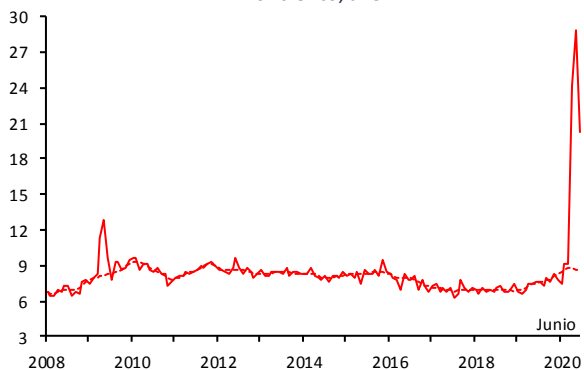
Fuente: INEGI y STPS.

Gráfica 34**Indicadores del Mercado Laboral**

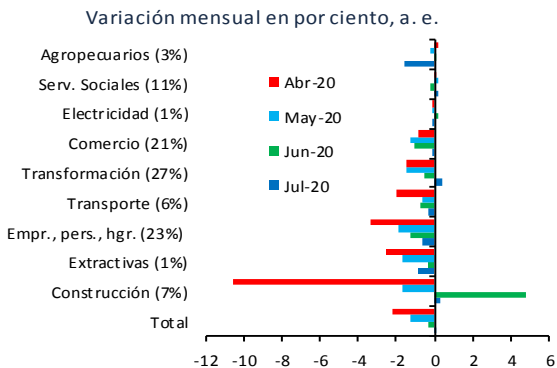
c) Tasa de Desocupación Nacional
Por ciento, s. o.



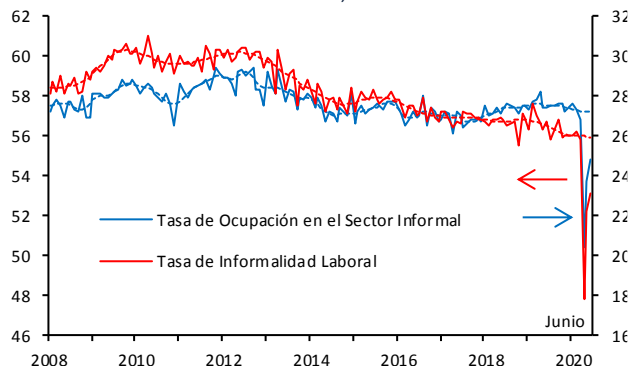
d) Tasa de Subocupación
Por ciento, a. e.



e) Puestos de Trabajo Afiliados al IMSS^{1/} según Rama de Actividad^{4/}



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



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

s. o / Serie original.

e/ Estimación con información de la ETOE de abril-junio de 2020.

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

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

3/ Las cifras de abril, mayo y 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.

4/ Los porcentajes en paréntesis corresponden a la participación dentro del total en abril de 2020.

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

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

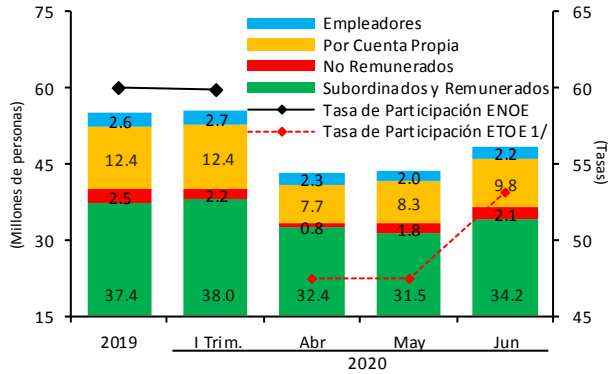
Fuente: Elaboración de Banco de México con información del IMSS e INEGI (SCNM, ENOE y ETOE).

Gráfica 35

Indicadores Estructurales del Mercado Laboral

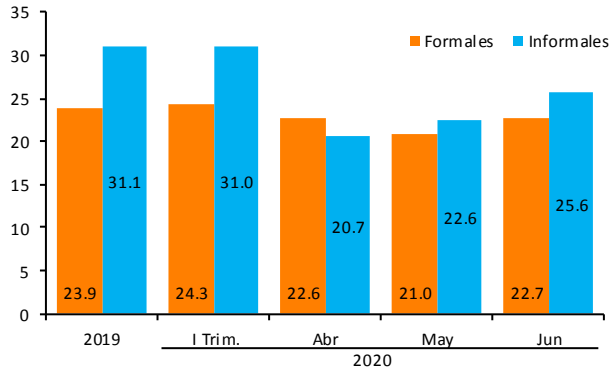
a) Tasa de Participación y Población Ocupada por Condición de Ocupación

Millones de personas y por ciento; s. o.



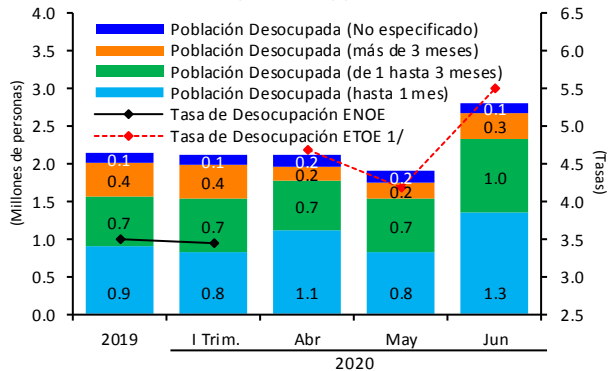
b) Población Ocupada por Condición de Ocupación

Millones de personas



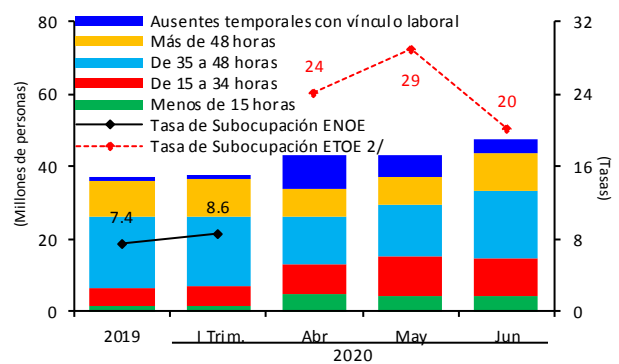
c) Tasa de Desocupación y Población Desocupada por Duración de la Jornada Laboral

Millones de personas y por ciento; s. o.

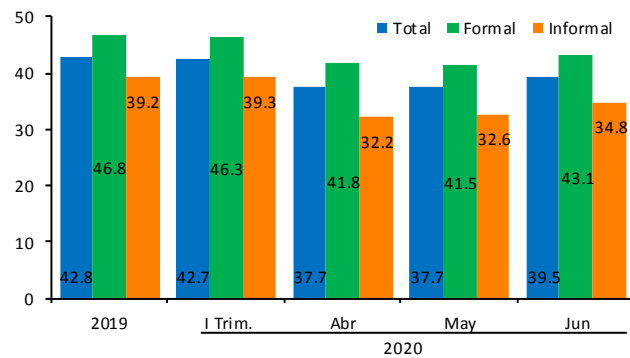


d) Tasa de Subocupación y Población Subocupada por Duración de la Jornada Laboral

Millones de personas y por ciento; s. o.

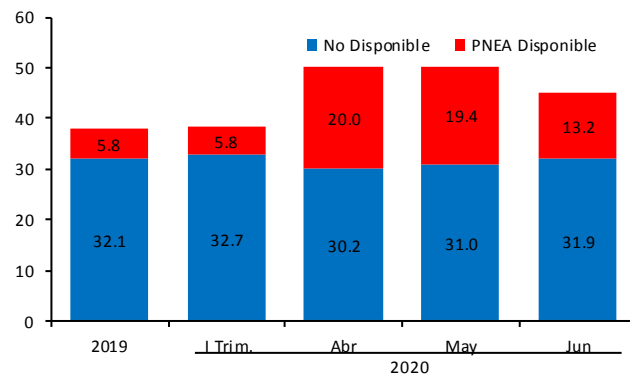


e) Horas Promedio por Semana Trabajadas por la Población Ocupada



f) Población No Económicamente Activa

Millones de personas



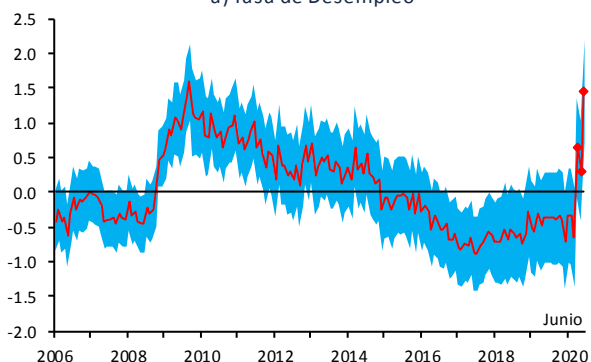
s. o. / Serie original.

1/ Las cifras de abril, mayo y 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 INEGI (SCNM, ENOE y ETOE).

Resultante del comportamiento antes descrito, la estimación puntual de la brecha de desempleo estimada con base en la tasa de desocupación nacional mostró mayor holgura (Gráfica 36).⁵ Ello fue más evidente en junio como resultado de una mayor búsqueda activa de empleo de personas que habían salido de la fuerza laboral en abril y mayo.

Gráfica 36
Estimación de la Brecha de Desempleo ^{1/}
 Por ciento, a. e.
 a) Tasa de Desempleo



a. e. / Cifras con ajuste estacional.
^{1/} Las sombras representan las bandas de confianza. El intervalo corresponde a dos desviaciones estándar promedio de entre todas las estimaciones.
 Fuente: Elaboración de Banco de México con información de la ENOE y ETOE.

Por su parte, en el segundo trimestre, de acuerdo con la ETOE, se estima que el salario promedio para la economía en su conjunto se incrementó 5.1% respecto del segundo trimestre de 2019, al tiempo que mostró un retroceso de 1.7% con relación a lo estimado para el primer trimestre de 2020 a partir de la ENOE. Destaca la importante caída de los salarios medios de los trabajadores informales, tanto a tasa anual como trimestral (-4.7 y -10.2%, respectivamente), en tanto que los correspondientes a los formales exhibieron un avance a tasa anual y un moderado retroceso a tasa trimestral (4.9 y -0.7%). A su vez, en el periodo abril — junio el salario diario

medio asociado a trabajadores asegurados en el IMSS aumentó a una tasa anual de 8.1%, ritmo superior que el reportado el trimestre anterior, mientras que en julio el incremento anual fue de 6.4% (Gráfica 37). La expansión en el segundo trimestre reflejó un crecimiento anual de 5.4% para los trabajadores que se ubican en la franja fronteriza norte y de 8.4% para los que laboran en el resto del país, en tanto que en julio se registraron expansiones anuales respectivas de 4.6 y 6.6%. Este comportamiento fue resultado, en parte, del efecto de recomposición hacia trabajadores activos con mayores salarios que se generó a partir de las afectaciones de la pandemia sobre el empleo formal, toda vez que la pérdida de puestos laborales ha recaído en mayor medida sobre los trabajadores de menores ingresos. Por su parte, la revisión promedio de los salarios contractuales negociados en empresas de jurisdicción federal en el segundo trimestre de 2020 fue de 4.9%, tasa inferior a la de 5.9% observada en el mismo trimestre de 2019. A su interior, las revisiones promedio en empresas privadas y públicas se ubicaron en 4.9 y 3.4%, respectivamente, que se comparan con las de 6.6 y 3.4% registradas en igual periodo de 2019, en el mismo orden. Cabe señalar que el número de estas revisiones contractuales se ha visto disminuido notoriamente, ya sea como consecuencia de las medidas de distanciamiento físico o porque patrones y trabajadores han optado por postergar dichas negociaciones. En particular, en el primer semestre del año el número de revisiones se redujo en casi 60% y el número de trabajadores involucrados en aproximadamente 50% respecto de lo observado en el mismo periodo de 2019.

Finalmente, como resultado de los ajustes nominales descritos, aunado al comportamiento de la inflación, los indicadores salariales en términos reales continuaron mostrando avances.

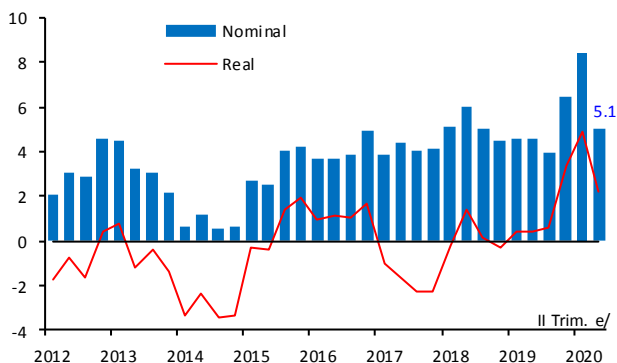
⁵ La brecha de desempleo mide el grado de holgura en el mercado laboral. En particular, se refiere a la diferencia entre la tasa de desempleo observada y la tasa NAIRU, definida como la tasa de desempleo congruente con un entorno de inflación estable. De este modo, una brecha de desempleo positiva se asocia a la ausencia de presiones inflacionarias ante la presencia de holgura en el mercado

laboral, mientras que una brecha negativa sugiere posibles presiones inflacionarias derivadas de un mercado laboral apretado. Los detalles sobre la estimación de la brecha se pueden consultar en el Recuadro 3 del Informe Trimestral Octubre – Diciembre de 2016 titulado “Consideraciones sobre la Evolución Reciente de la NAIRU y de la Holgura del Mercado Laboral en México”.

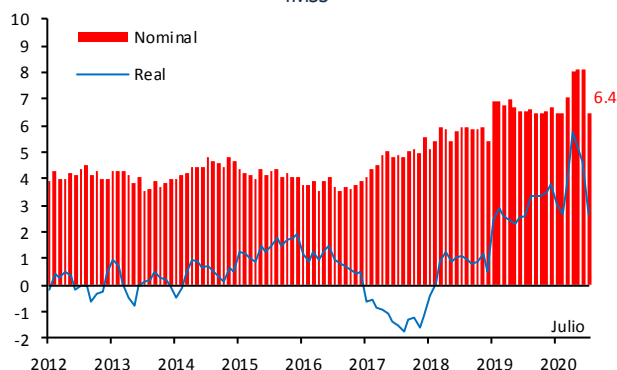
Gráfica 37
Indicadores Salariales

Variación anual en por ciento

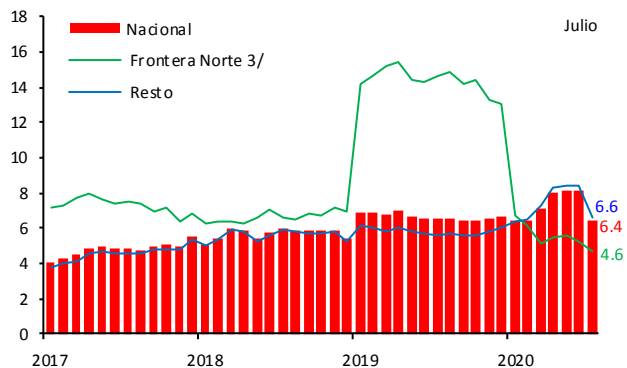
a) Salario Promedio de Asalariados según la ENOE ^{1/}



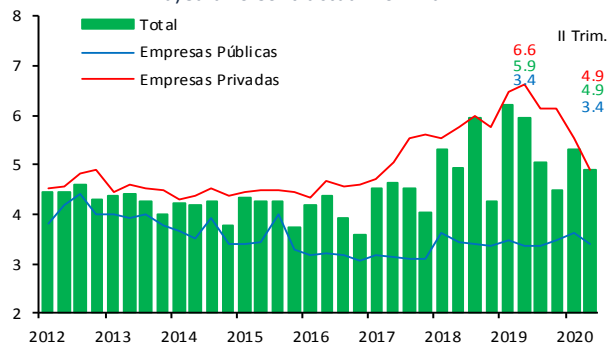
b) Salario Diario Asociado a los Trabajadores Asegurados en el IMSS ^{2/}



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



d) Salario Contractual Nominal ^{4/}



e/ Para el segundo trimestre, se refiere a una estimación con los datos de la ETOE de abril-junio de 2020.

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

2/ Durante el segundo trimestre de 2020 se registraron en promedio 19.7 millones de trabajadores asegurados en el IMSS. Los salarios reales fueron deflactados con el INPC.

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

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

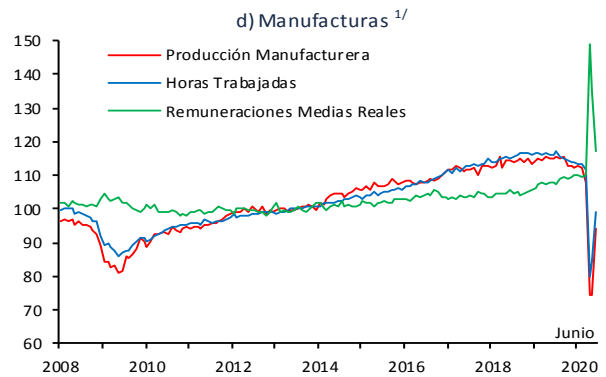
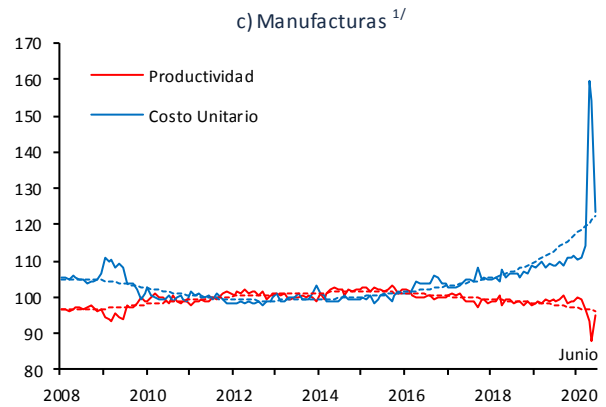
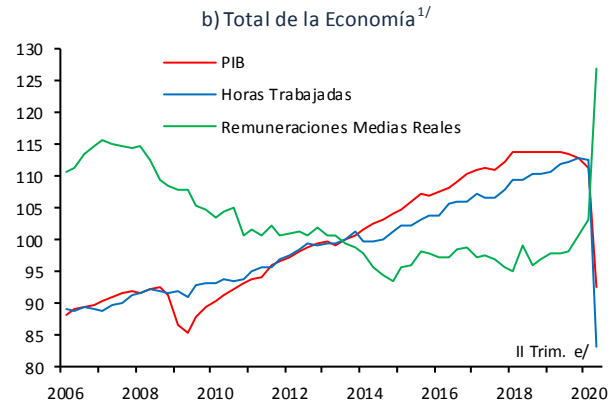
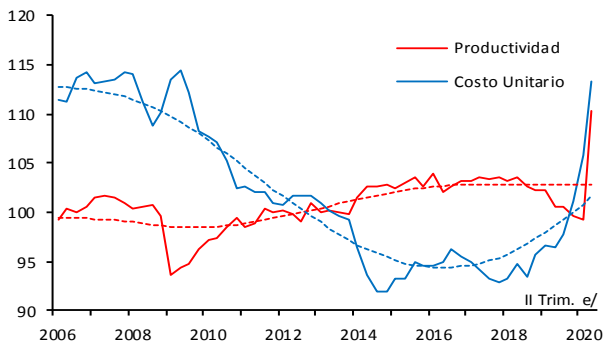
Fuente: Cálculos elaborados por el Banco de México con información del IMSS, STPS e INEGI (ENOE).

En el segundo trimestre de 2020, como reflejo de una contracción de las horas trabajadas mayor que la del valor agregado, la productividad laboral para el total de la economía exhibió un crecimiento significativo. A su vez, a pesar de lo anterior, se estima que el costo unitario de la mano de obra para la economía en su conjunto también se haya incrementado. Ello como reflejo del hecho de que las remuneraciones reales disminuyeron en menor medida que las horas trabajadas, lo que condujo a un importante crecimiento de las remuneraciones medias que superó el avance de la productividad laboral (Gráficas 38a y 38b).

De manera similar, el costo unitario de la mano de obra correspondiente al sector manufacturero también aumentó fuertemente en abril y, no obstante que se redujo en mayo y especialmente en junio, continuó ubicándose al cierre del trimestre en niveles históricamente elevados. No obstante, en contraste con lo observado para la economía en su conjunto, en el periodo abril — junio las horas medias trabajadas en las manufacturas exhibieron una caída relativamente inferior a la reportada para la producción manufacturera, lo cual implicó que la productividad del sector se situara en niveles por debajo de los registrados en el primer trimestre (Gráficas 38c y 38d).

La evolución de ambos indicadores en el periodo de referencia fue reflejo de los efectos de la pandemia de COVID-19 y, en especial, de la suspensión de diversas actividades. En consecuencia, se anticipa que su nivel se reduzca paulatinamente, a medida que la actividad productiva del país se vaya normalizando.

Gráfica 38
Productividad y Costo Unitario de la Mano de Obra y sus Componentes
 Índice 2013=100, a. e.
 a) Total de la Economía^{1/}



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

^{1/} Productividad laboral elaborada con las horas trabajadas.

e/ El dato del segundo trimestre de 2020 es una estimación de Banco de México a partir del PIB del SCNM y de la ETOE de abril a junio, INEGI.

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

2.2.3. Condiciones de Financiamiento de la Economía ⁶

En el segundo trimestre de 2020 se acentuaron las afectaciones asociadas a la pandemia de COVID-19 sobre la actividad económica, al tiempo que se incrementó la incertidumbre acerca de la duración de las medidas preventivas para contenerla. Ante ello, hogares y empresas buscaron preservar su liquidez, lo que se reflejó en una mayor demanda por activos líquidos y ahorro precautorio, así como en un incremento en la utilización de líneas de crédito previamente contratadas por las empresas en abril, si bien ello se revirtió parcialmente en mayo y junio. Asimismo, al continuar la disminución de las fuentes externas de recursos financieros, la mayor demanda por crédito interno de las empresas presionó al mercado de fondos prestables. Al respecto, las medidas adicionales implementadas por el Banco de

México para promover un comportamiento ordenado de los mercados financieros, fortalecer los canales de otorgamiento de crédito y proveer liquidez para el sano desarrollo del sistema financiero, medidas que se han continuado reforzando para que tengan un mayor alcance, han permitido aliviar dicha presión. A continuación se detalla la evolución de las fuentes y usos de recursos financieros de la economía.

Las fuentes de recursos financieros repuntaron en el segundo trimestre de 2020. En conjunto, estas registraron un flujo anual de 7.7% del PIB en el segundo trimestre, nivel superior al observado en el trimestre previo de 6.2% del PIB (Cuadro 2 y Gráfica 39). Ello fue resultado de una evolución heterogénea de sus componentes, al incrementarse las fuentes internas en una proporción mayor que la reducción registrada en las externas (Cuadro 2).

⁶ A menos que se indique lo contrario, en esta sección las tasas de crecimiento se expresan en términos reales anuales y se calculan con

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

Cuadro 2

Fuentes y Usos de Recursos Financieros de la Economía

	Flujos anuales como porcentaje del PIB										Variación real anual en por ciento							
	2010-14	2010-18	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020 T1	2020 T2	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020 T1	2020 T2
	Promedio																	
Total de Fuentes	10.0	8.5	9.7	5.7	7.4	8.0	5.0	6.6	6.2	7.7	4.7	3.0	3.4	0.8	-0.1	3.3	2.4	3.2
Fuentes Internas (F1) ^{1/}	5.5	5.4	5.6	4.6	5.5	6.6	4.1	5.6	5.8	7.6	5.0	5.1	5.3	3.6	1.5	5.5	5.4	7.1
Monetarias (M3) ^{2/}	3.3	3.3	3.2	2.7	3.6	4.3	2.7	2.7	4.0	4.8	4.0	4.5	5.6	3.8	1.7	3.5	6.0	7.1
M1	1.6	1.7	1.9	2.3	2.2	1.9	1.0	0.9	1.9	3.1	8.0	11.5	9.1	3.5	0.4	2.1	6.9	12.5
M2-M1	1.2	1.1	0.6	-0.4	1.8	1.5	0.8	1.3	1.4	1.4	-0.8	-4.4	6.9	1.8	-0.2	4.1	4.0	3.7
M3-M2	0.4	0.5	0.7	0.8	-0.4	0.9	0.9	0.5	0.7	0.3	11.7	16.1	-11.5	13.0	13.5	6.0	10.2	1.3
No Monetarias ^{3/}	2.2	2.1	2.4	1.9	1.9	2.3	1.4	2.9	1.9	2.8	7.0	6.3	4.9	3.4	1.3	9.2	4.3	7.1
Fuentes Externas ^{4/}	4.5	3.1	4.1	1.1	1.9	1.4	0.9	1.0	0.4	0.1	4.4	0.2	0.8	-3.2	-2.6	-0.3	-2.3	-3.0
Total de Usos	10.0	8.5	9.7	5.7	7.4	8.0	5.0	6.6	6.2	7.7	4.7	3.0	3.4	0.8	-0.1	3.3	2.4	3.2
Reserva Internacional ^{5/}	1.7	0.8	1.3	-1.5	0.0	-0.4	0.1	0.5	0.7	1.0	1.1	-8.1	-3.4	-8.2	-4.0	0.4	1.1	2.4
Financiamiento al Sector Público	4.2	3.5	4.7	4.1	2.9	1.1	2.2	2.3	2.5	3.7	5.1	5.7	2.1	-4.3	-0.2	1.9	1.9	3.7
Público Federal ^{6/}	3.8	3.2	4.5	4.0	2.8	1.1	2.2	2.3	2.5	3.6	5.2	5.9	2.2	-4.2	0.0	2.2	2.1	4.0
Estados y municipios	0.3	0.2	0.2	0.1	0.1	0.1	0.0	0.0	0.0	0.1	2.4	2.9	-0.6	-4.6	-4.4	-2.9	-3.4	-1.2
Financiamiento al Sector Privado ^{7/}	3.2	3.1	2.5	3.0	2.9	3.8	2.2	1.8	2.3	1.2	1.6	4.8	3.4	2.4	0.4	1.3	2.0	-0.8
Interno	2.2	2.5	1.6	3.0	2.9	3.2	2.7	1.4	1.7	0.9	1.7	8.6	6.8	4.2	4.0	1.6	2.1	-0.6
Externo	1.0	0.6	0.8	0.0	0.0	0.6	-0.5	0.4	0.6	0.2	1.5	-2.1	-3.5	-1.7	-8.2	0.6	1.7	-1.3
Otros conceptos ^{8/}	0.9	1.1	1.3	0.0	1.7	3.4	0.4	1.9	0.7	1.8	n.s.	n.s.	n.s.	n.s.	n.s.	n.s.	n.s.	n.s.

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

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

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

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

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

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

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

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

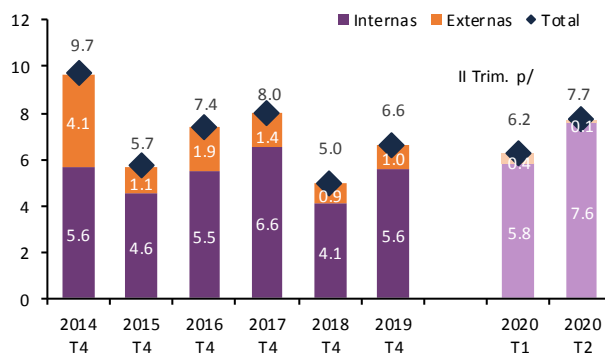
^{8/} Considera las cuentas de capital y resultados y otros activos y pasivos de la banca comercial y de desarrollo, intermediarios financieros no bancarios, Infonavit y Banco de México (incluyendo los títulos colocados con propósitos de regulación monetaria, como aquellos asociados a la esterilización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

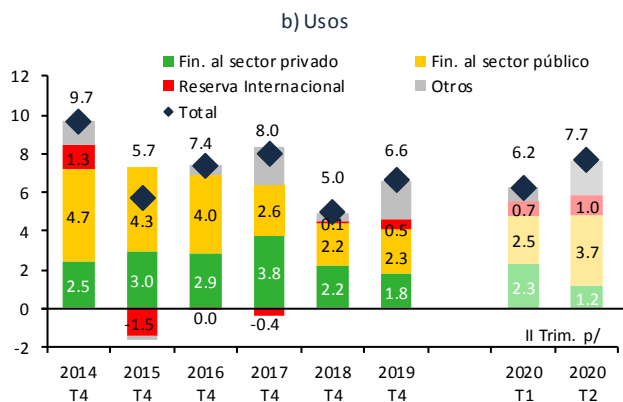
Fuente: Banco de México.

En efecto, las fuentes de financiamiento externo continuaron desacelerándose durante el segundo trimestre de 2020, como resultado de una mayor restricción en las condiciones financieras del exterior (Gráfica 39a). En particular, se estima un flujo anual de 0.1% del PIB al segundo trimestre de 2020, cifra significativamente menor a la que se observó en promedio entre 2010 y 2018 (3.1% del PIB) e inferior también a la observada el trimestre previo (0.4% del PIB). A su interior, la tenencia de valores gubernamentales de mediano plazo por parte de no residentes continuó contrayéndose (Gráfica 40). Al respecto, la disminución observada durante la primera mitad de 2020 es la mayor que se ha registrado en dos trimestres consecutivos, si bien los flujos de salida han sido de menor magnitud a partir de mayo. Ello fue resultado de un entorno de

volatilidad en los mercados financieros internacionales que persistió, aunque con una cierta mejoría, durante el segundo trimestre del año. Dicho entorno se ha traducido en salidas de capitales en distintas economías emergentes.

Gráfica 39
Fuentes y Usos de Recursos Financieros de la Economía
Flujos anuales como porcentaje del PIB
a) Fuentes





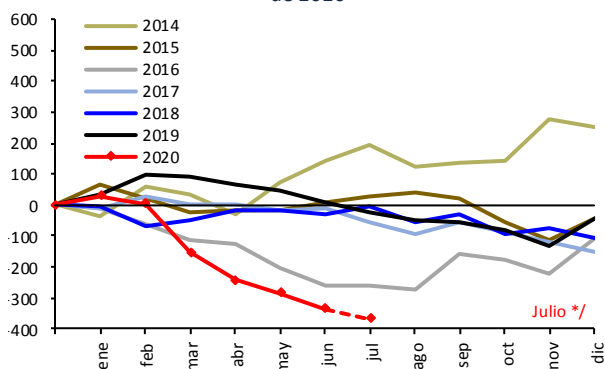
p/ Cifras preliminares.

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

Fuente: Banco de México.

Gráfica 40

Valores públicos en poder de No Residentes a valor nominal ^{1/}
Variaciones acumuladas en miles de millones de pesos de junio de 2020 ^{2/}



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

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

*/ Cifras preliminares al 31 de julio de 2020.

Fuente: Banco de México.

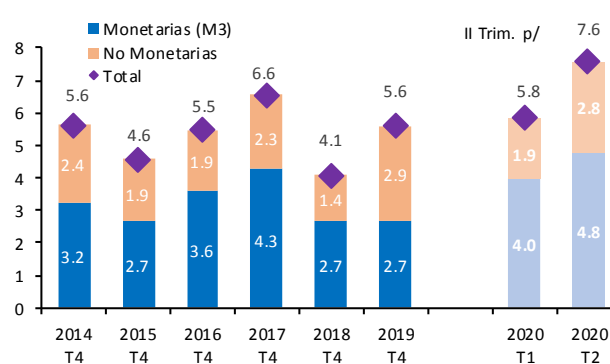
En contraste, las fuentes internas de recursos financieros repuntaron en el segundo trimestre, acentuando la recuperación observada en el trimestre previo (Gráfica 41a). Ello reflejó un mayor ahorro precautorio y resguardo de liquidez por parte del sector privado para hacer frente a las afectaciones originadas por la pandemia de COVID-19. Se estima que el flujo anual de las fuentes internas se ubicó en 7.6% del PIB al segundo trimestre de 2020, nivel significativamente superior al promedio observado entre 2010 y 2018 (5.4% del PIB) y al que se registró al cierre del trimestre anterior (5.8% del PIB).

A su interior, las fuentes monetarias registraron un flujo anual de 4.8% del PIB en el trimestre de referencia, cifra superior a la del cierre del trimestre previo (4.0% del PIB). Ello se explica por una importante expansión en su componente más líquido (M1), el cual alcanzó un máximo histórico como flujo anual en por ciento del PIB al segundo trimestre del año (Gráfica 41b). Lo anterior es resultado, a su vez, de un aumento significativo en la demanda de dinero y depósitos a la vista de los hogares, principalmente por motivos precautorios ante la incertidumbre asociada a la pandemia, si bien hacia delante podrían presentarse otros factores que incidan sobre este comportamiento, el cual se seguirá analizando en este contexto. Al mismo tiempo, se observó un incremento en los depósitos en el sistema bancario por parte de las empresas, quienes buscaron incrementar su disponibilidad de activos líquidos (Gráfica 41c). Cabe señalar que esta dinámica ha sido similar a la observada en otros países (ver Recuadro 3).

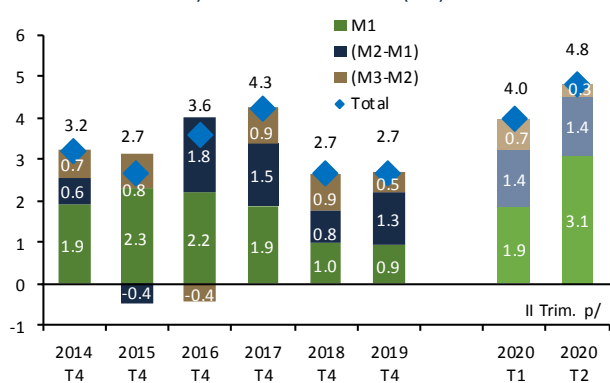
Gráfica 41
Fuentes Internas

Flujos anuales como porcentaje del PIB

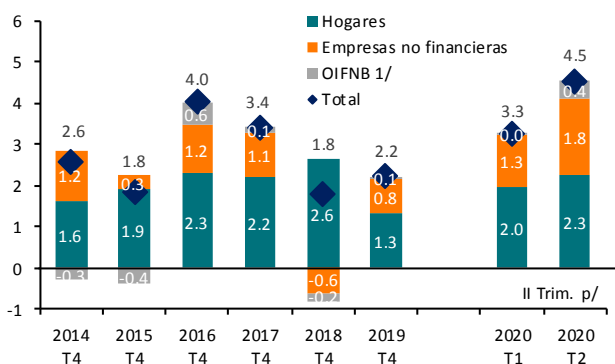
a) Fuentes Internas (F1)



b) Fuentes Monetarias (M3)



c) Agregado Monetario M2 por Tenedor



p/ Cifras preliminares.

1/ Corresponde al saldo de Otros Intermediarios Financieros no Bancarios. Incluye casas de bolsa, sofomes no bancarias, compañías de seguros, almacenes generales de depósito y afianzadoras.

Fuente: Banco de México.

Por su parte, las fuentes no monetarias registraron un flujo de 2.8% del PIB en el segundo trimestre del año, cifra superior al 1.9% del PIB observado al cierre del trimestre previo (Gráfica 41a). Ello obedece principalmente a las plusvalías realizadas durante el periodo que se reporta en la cartera de fondos de ahorro para el retiro, como consecuencia de la recuperación en los precios de diversos activos financieros. Dicha mejora responde a condiciones financieras externas e internas relativamente más ordenadas durante el segundo trimestre respecto a marzo, si bien estas continúan siendo más adversas en comparación con las condiciones que prevalecían antes de la pandemia.

Desde una perspectiva de mayor plazo, las fuentes internas no monetarias han ido incrementando su importancia dentro del ahorro financiero interno, necesario para el financiamiento de distintos sectores de la economía. En este sentido, la propuesta del Ejecutivo de enviar una iniciativa tripartita para reformar al Sistema de Ahorro para el Retiro, orientada a que una mayor cantidad de trabajadores al final de su vida laboral obtenga una mejor pensión para su retiro, incrementaría de forma permanente esta importante fuente de financiamiento. En efecto, esta iniciativa plantea tres puntos principales: i) aumentar el porcentaje de las aportaciones a las cuentas para el retiro de los trabajadores de 6.5% a 15% del Salario Base de Cotización (SBC), ello de forma progresiva en un periodo de 10 años; ii) posibilitar un mayor monto de la pensión mínima garantizada que varíe con la edad de retiro, las semanas cotizadas y el nivel del SBC de

los trabajadores; y iii) incrementar la cobertura del sistema, al reducir el número de semanas cotizadas para tener derecho a una pensión mínima garantizada.

En lo que respecta a los usos de los recursos financieros de la economía, el financiamiento al sector público se situó en 3.7% del PIB al segundo trimestre de 2020, cifra superior a la observada al cierre del trimestre anterior (2.5% del PIB) y similar al promedio de 2010-2018 de 3.5% del PIB (Gráfica 39b). La SHCP contempla en su informe trimestral sobre las finanzas públicas a junio que, hacia el cierre de 2020, dicha cifra ascienda a 5.4% del PIB. Los mayores requerimientos de financiamiento por parte del sector público exhiben los menores ingresos públicos derivados de la contracción en la actividad económica y la caída en los precios del petróleo.

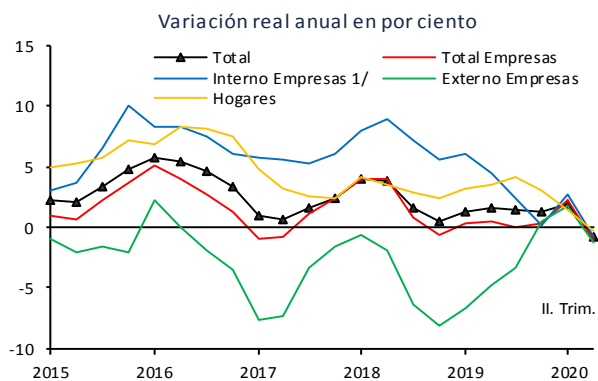
Por su parte, el saldo de la reserva internacional se situó en 189.6 miles de millones de dólares (mmd) al segundo trimestre de 2020, cifra superior a la observada al cierre del trimestre anterior (185.6 mmd). Ello fue consecuencia de efectos de valuación positivos (por aproximadamente 1.7 mmd) y de ventas de dólares del Gobierno Federal y Pemex al Banco de México por un monto total de 2.3 mmd.

En lo que se refiere al financiamiento total al sector privado no financiero, este registró un flujo de 1.2% del PIB al segundo trimestre de 2020, cifra inferior a la observada al cierre del trimestre anterior (2.3% del PIB). A su interior, el financiamiento externo registró un flujo de 0.2% del PIB, en tanto que el interno presentó un flujo de 0.9% del PIB, ambos serían menores a los del primer trimestre de 0.6% y 1.7% del PIB, respectivamente. En términos de su variación real anual, estos menores flujos condujeron a una contracción del financiamiento total al sector privado no financiero.

A su interior, el financiamiento total destinado a las empresas se contrajo en 1.0% en el segundo trimestre de 2020, lo cual contrasta con el crecimiento del trimestre previo de 2.3% (Gráfica 42), reflejando disminuciones tanto en el financiamiento externo como interno. Profundizando en lo anterior, el financiamiento externo a las empresas se redujo en 1.3% en el periodo que se reporta, a lo cual influyó una baja actividad en la emisión de deuda externa

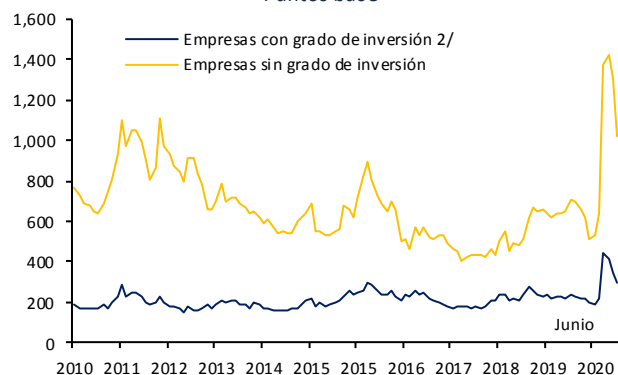
(Gráfica 42). La colocación neta de las empresas privadas en el segundo trimestre se ubicó en -0.8 mmd, resultado de emisiones y ampliaciones por 3.0 mmd, contra vencimientos y prepagos por 3.8 mmd. El bajo dinamismo de este mercado prevaleció a pesar de la moderada mejoría en las condiciones de financiamiento del exterior respecto al agudo deterioro observado en marzo (Gráfica 43).

Gráfica 42
Financiamiento Total al Sector Privado No Financiero



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

Gráfica 43
Diferencial de Crédito de las Colocaciones Privadas Externas 1/
Puntos base



1/ El diferencial de crédito se calcula respecto al rendimiento de un bono de la Tesorería de la Reserva Federal con un plazo remanente comparable. Incluye únicamente bonos emitidos en dólares de los EEUU y a tasa fija.
2/ Las empresas con grado de inversión presentan calificación BB+ o superior según el índice BBG Composite, índice construido por Bloomberg a partir de las calificaciones de las principales calificadoras.
Fuente: Estimaciones del Banco de México con datos de Bloomberg.

Por su parte, el financiamiento interno a las empresas presentó una contracción de 0.8%, lo que contrasta con el repunte observado en el primer trimestre de 2.7%. Dicha dinámica se explica tanto por una

desaceleración del crédito bancario, como por la baja actividad en el mercado de deuda interna que se ha observado desde marzo (Gráficas 44 y 45).

Gráfica 44
Financiamiento Interno a las Empresas Privadas No Financieras



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

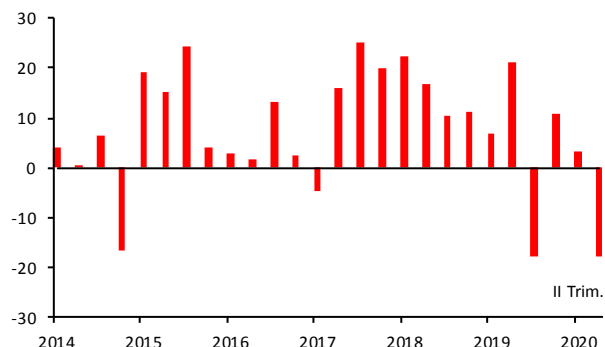
Al respecto, si bien en marzo y abril se aceleró el ritmo de expansión del crédito bancario a las empresas grandes, ello se revirtió en mayo y junio (Gráfica 46). El repunte del financiamiento bancario a estas empresas se produjo a través de un aumento significativo en el uso de sus líneas de crédito preexistentes, lo que evidenció un incremento importante en su demanda de financiamiento tanto en moneda nacional como extranjera. Detrás de los mayores requerimientos de liquidez por parte de estas empresas se encuentran, principalmente, dos factores. Primero, las empresas han demandado mayor liquidez por un motivo precautorio, ello ante la expectativa de un menor flujo de efectivo por la contracción en la actividad económica (es decir, por una disminución de nuevas ventas), así como por una menor probabilidad de hacer líquidas cuentas por cobrar (esto es, por ventas anteriores). Y, segundo, las empresas grandes sustituyeron el financiamiento por nuevas emisiones de deuda por recursos provenientes de líneas de crédito bancario. Ambos factores presionaron al mercado de fondos prestables en los meses de marzo y abril.

Ante dicho entorno, las medidas implementadas por el Banco de México para promover un comportamiento ordenado de los mercados financieros han moderado las presiones al mercado de fondos prestables. Por ejemplo, las subastas de

financiamiento en dólares entre el Banco de México e instituciones bancarias, a través del mecanismo temporal de intercambio de divisas establecido con la Reserva Federal de los Estados Unidos, han contribuido a aliviar la presión ejercida por la mayor demanda de crédito en moneda extranjera de las empresas grandes. Incluso, destaca que la mayoría de estos créditos fueron repagados en mayo y junio, lo que abonó a la desaceleración del crédito bancario observada durante esos meses. Ello apunta a que estas empresas contaron con otras fuentes de financiamiento en moneda extranjera. Una razón adicional que explica la desaceleración del crédito bancario a las empresas grandes en mayo y junio, y que es congruente con una mayor precaución ante el escenario de incertidumbre que atraviesa el país, es una reducción adicional en su necesidad para financiar gastos de capital, misma que ya venía mostrando atonía. De acuerdo con la encuesta que realiza el Banco de México a la banca comercial (EnBan), en el segundo trimestre los bancos percibieron una disminución en la demanda de crédito por parte de las empresas grandes debido, principalmente, al aplazamiento de financiamiento para la inversión en activos fijos (Gráfica 47).

En cuanto al crédito bancario a empresas de menor tamaño, este acentuó la tasa de contracción que se ha observado durante el año (Gráfica 46). Al respecto, la EnBan reportó una reducción de la demanda de crédito de estas empresas. Asimismo, los bancos reportaron un estrechamiento en las condiciones y estándares de otorgamiento, ello como consecuencia de una reducción en su tolerancia al riesgo, así como por la percepción de un aumento en el riesgo de contraparte por el deterioro en la situación económica de las empresas de menor tamaño.

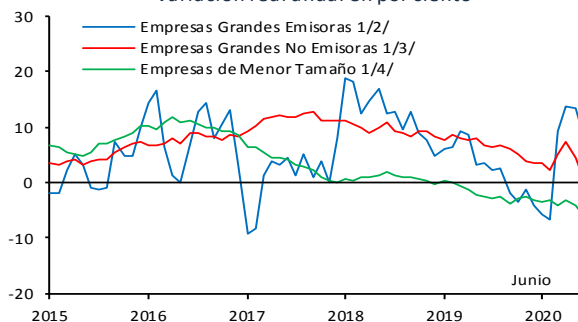
Gráfica 45
Colocación Neta de Valores de Mediano Plazo de Empresas Privadas No Financieras 1/
Miles de millones de pesos



1/ Colocaciones menos amortizaciones (vencimientos y prepagos) en el trimestre.

Fuente: Banco de México.

Gráfica 46
Crédito de la Banca Comercial por Tamaño de Empresa
Variación real anual en por ciento



1/ Cifras ajustadas por efecto cambiario.

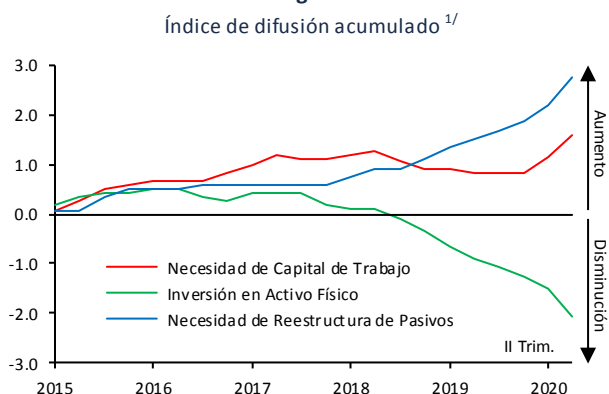
2/ Empresas privadas no financieras que han realizado al menos una emisión de deuda interna o externa de diciembre de 2003 a la fecha.

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

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

Fuente: Banco de México.

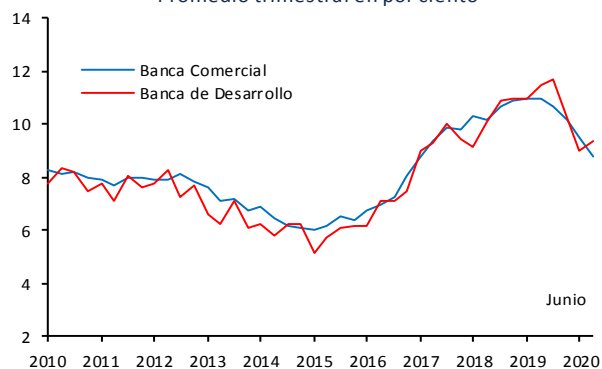
Gráfica 47
Factores Relacionados con la Demanda de Crédito de Empresas Grandes según Bancos con Mayor Participación en el Segmento



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

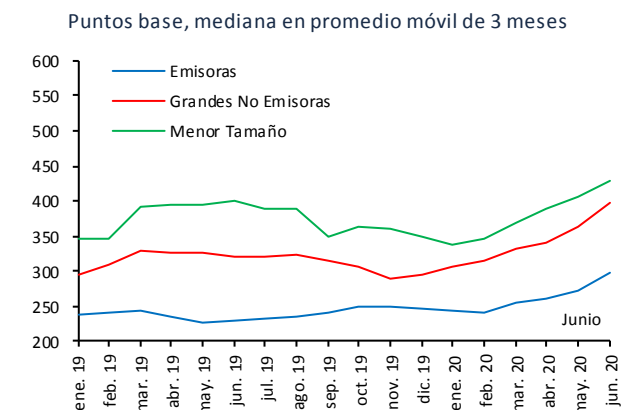
Respecto al costo de financiamiento de las empresas, destaca que las tasas de interés asociadas al crédito de la banca comercial han seguido, en lo general, la dinámica de las reducciones de la tasa de interés de fondeo bancario (Gráfica 48). No obstante, en el trimestre que se reporta se observó un moderado aumento en los márgenes de intermediación de las tasas de interés de créditos nuevos a las empresas (Gráfica 49). Dicho aumento responde al mayor riesgo que perciben los bancos acerca de los retos que enfrenta la economía en la coyuntura actual, la cual está dominada por los efectos adversos de la pandemia de COVID-19. Lo anterior es congruente con lo reportado en la EnBan, la cual señala un estrechamiento generalizado en las condiciones de otorgamiento de crédito a las empresas durante el segundo trimestre.

Gráfica 48
Costos de Financiamiento de las Empresas Privadas No Financieras
Tasa de Interés Anual de Nuevos Créditos 1/
Promedio trimestral en por ciento



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

Gráfica 49
Diferencial de Tasas de Interés de Créditos Nuevos por Tamaño de Empresa



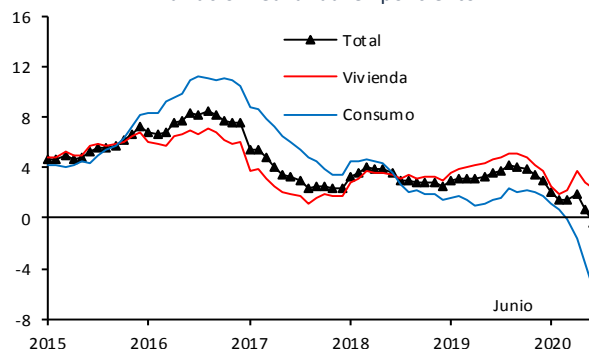
Nota: Los diferenciales se calculan tomando como referencia el rendimiento de un swap de tasa de interés con una estructura de pagos equivalente a la del préstamo.
Fuente: Banco de México.

Por su parte, el crédito a los hogares acentuó su desaceleración al contraerse en 0.3% al cierre del segundo trimestre, lo que contrasta con el crecimiento de 1.5% observado en marzo (Gráfica 50). Por un lado, la cartera de vivienda mostró una desaceleración en mayo y junio, debido al menor dinamismo del crédito de la banca comercial, así como a la contracción en la cartera del Infonavit (Gráfica 51). Al respecto, la EnBan al segundo trimestre indica una disminución en la demanda de crédito inmobiliario, así como un apretamiento en sus condiciones de otorgamiento.

Por otro lado, el crédito de la banca comercial al consumo presentó una contracción significativa a tasa anual, la cual fue generalizada en todos sus segmentos, siendo aún mayor para tarjetas de crédito (Gráficas 50 y 53). A lo anterior abonó, según lo reporta la EnBan, tanto una menor demanda de crédito de los hogares, como un apretamiento en las condiciones de otorgamiento. A su vez, la menor demanda se explica por un aumento en el ahorro precautorio de los hogares, así como por una disminución de su demanda por bienes durables. En el caso de las tarjetas de crédito, la implementación de los programas de diferimiento de pagos en ese segmento incluyó, en algunos casos, la reducción de líneas de crédito disponible y, en algunos otros, una restricción de uso. Si bien estas condiciones difirieron entre bancos, restricciones al uso de tarjetas de crédito influyeron al bajo dinamismo de este segmento. Cabe mencionar que, al 29 de junio, cerca del 24% del saldo vigente de tarjetas de crédito se había adherido a los programas de diferimiento de pagos.

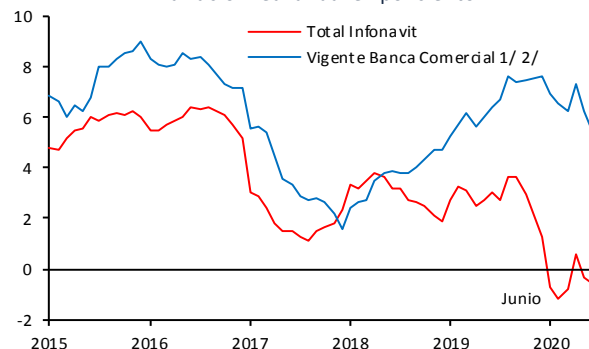
En cuanto al costo de financiamiento a los hogares, las tasas de interés del crédito a la vivienda continuaron reduciéndose respecto a los niveles observados en diciembre de 2019. Por su parte, con cifras a abril, las tasas de interés de tarjetas de crédito y créditos personales se incrementaron respecto a lo observado en febrero (Gráfica 52).⁷

Gráfica 50
Crédito Total a los Hogares 1/
Variación real anual en por ciento



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

Gráfica 51
Crédito a la Vivienda
Variación real anual en por ciento

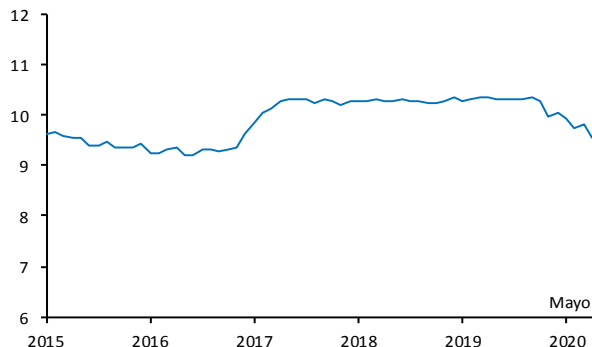


1/ Las cifras se ajustan por la salida e incorporación de algunos intermediarios financieros a la estadística de crédito.
2/ Las cifras se ajustan para no verse distorsionadas por efectos de traspaso y reclasificación de créditos en cartera directa, del traspaso de la cartera del fideicomiso UDIS al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

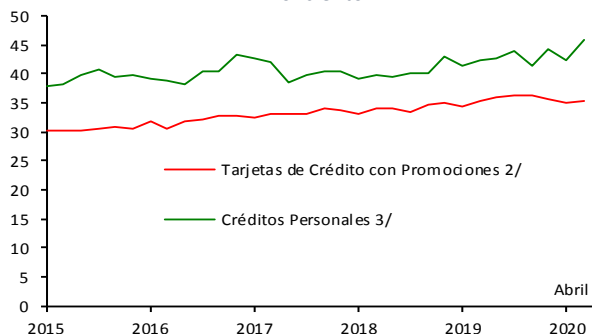
⁷ Cabe mencionar que las tasas de interés reportadas para las tarjetas de crédito en la Gráfica 48b se calculan de manera implícita, es decir, como el cociente del pago de intereses entre el saldo revolvente. Por

ello, movimientos en dichas tasas podrían reflejar no solo fluctuaciones en el costo de financiamiento, sino también cambios en la composición de los acreditados.

Gráfica 52
Tasa de Interés Anual del Crédito a los Hogares
 a) Crédito a la Vivienda 1/
 Por ciento



b) Crédito al Consumo
 Por ciento



1/ Tasa de interés de nuevos créditos de la banca comercial a la vivienda, ponderada por el saldo asociado de crédito vigente. Incluye créditos para la adquisición de vivienda nueva y usada.

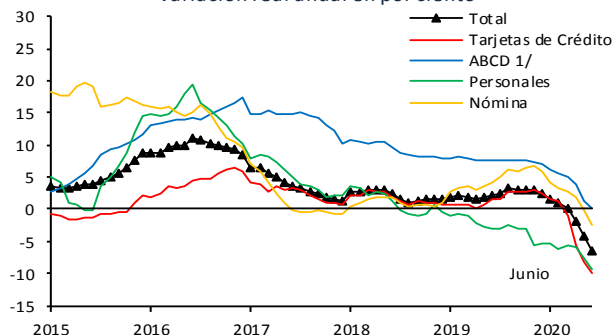
2/ La fuente es la base de datos de información relativa a tarjetas de crédito. Se refiere a la tasa promedio ponderada de tarjetas de crédito vigentes y de uso generalizado de clientes no totaleros.

3/ La fuente es el formulario de créditos al consumo no revolventes. Se refiere a la tasa promedio ponderada de nuevos créditos, se excluyen créditos vencidos, atrasados o en reestructura, otorgados a personas relacionadas con la institución, créditos otorgados en condiciones preferenciales a sus empleados, así como créditos que no están en moneda nacional.

Fuente: Banco de México.

Ante el choque financiero que atraviesa nuestro país derivado de la pandemia de COVID-19, el Banco de México ha implementado una serie de medidas que han contribuido a propiciar un comportamiento más ordenado de los mercados financieros. Parte de este efecto ha sido documentado por la EnBan, en donde las instituciones bancarias percibieron una mejora en su disponibilidad de fondos y en su posición de liquidez durante el segundo trimestre de 2020 (Gráfica 54). Adicionalmente, las medidas instrumentadas en los mercados de renta fija y de cambios han contribuido a una evolución más ordenada de dichos mercados en fechas recientes.

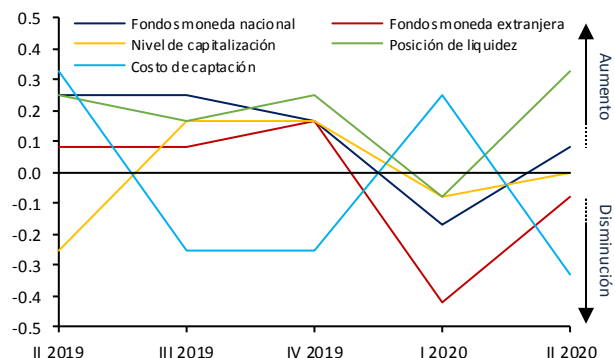
Gráfica 53
Crédito Vigente de la Banca Comercial al Consumo
 Variación real anual en por ciento



1/ Incluye crédito automotriz y crédito para la adquisición de otros bienes muebles.

Fuente: Banco de México.

Gráfica 54
Percepción de la disponibilidad de fondos, nivel de capitalización, posición de liquidez y costo de captación según Bancos con Mayor Participación
 Índices de difusión 1/



1/ El grupo de bancos con mayor participación representa al menos el 75% del saldo de la cartera de crédito bancario del segmento correspondiente.

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

Un primer grupo de medidas busca proveer un nivel adecuado de liquidez en los mercados de fondeo de corto plazo para propiciar su buen funcionamiento (Cuadro 3). Entre estas medidas, se encuentran:

- i. La reducción del Depósito de Regulación Monetaria por 50 mmp.
- ii. Las mejores condiciones de acceso a la Facilidad de Liquidez Adicional Ordinaria.
- iii. El incremento de liquidez durante los horarios de operación del mercado interbancario.
- iv. La apertura de una ventanilla de reporte de valores gubernamentales a plazo por 100

mmp, de los cuales se han asignado en su totalidad al 27 de julio de 2020.

- v. La apertura de una ventanilla de intercambio temporal de garantías hasta por 100 mmp.
- vi. La apertura de una ventanilla de reporte de títulos corporativos hasta por 100 mmp.

Respecto a esta última facilidad, ante la escasa demanda registrada en las primeras dos subastas en la primera quincena de julio (en las cuales se asignaron 0.1 mmp), y el hecho de que el mercado de deuda corporativa continuaba sin mostrar una clara reactivación, el 15 de julio se anunciaron modificaciones para incentivar operaciones con instituciones de crédito, a saber: una disminución del costo de la facilidad y una ampliación del rango de títulos elegibles, así como de su fecha de vigencia. Estas modificaciones pretenden alentar la reactivación del mercado primario de deuda corporativa a través de incentivos apropiados a los bancos participantes en dicha facilidad, así como a los inversionistas institucionales que participan activamente en las subastas primarias de colocaciones bancarias y corporativas. Como resultado, en las primeras cinco subastas que incorporan dichas modificaciones se han asignado 9.88 mmp.

Un segundo grupo de medidas está orientado a fomentar un comportamiento ordenado de los mercados financieros. Entre estas medidas, se encuentran (Cuadro 3):

- i. El fortalecimiento del Programa de Formadores de Mercado, en colaboración con la Secretaría de Hacienda y Crédito Público.
- ii. El programa de permutas de valores gubernamentales con instituciones bancarias hasta por 100 mmp, de las cuales se han asignado 14.98 mmp al 31 de julio.
- iii. La ampliación del programa de coberturas cambiarias en dólares liquidables en moneda nacional de 20 a 30 mmp, conforme al acuerdo de la Comisión de Cambios, de las cuales se han asignado 7.49 mmp.

- iv. El programa de coberturas cambiarias liquidables por diferencias en dólares con contrapartes no domiciliadas en el país, conforme al acuerdo de la Comisión de Cambios.
- v. Las subastas de financiamiento en dólares, financiadas por el mecanismo temporal de intercambio de divisas con la Reserva Federal de los Estados Unidos por 60 mmd, conforme al acuerdo de la Comisión de Cambios y cuyo saldo vigente al 24 de agosto es de 4.91 mmd (Cuadro 3).

Por último, un tercer grupo de medidas se diseñó para fortalecer los canales de crédito e incluyen:

- i. La provisión de recursos a instituciones bancarias para canalizar crédito a MIPYMEs y a personas físicas afectadas por la pandemia hasta por 250 mmp.
- ii. Una facilidad de financiamiento a instituciones bancarias garantizado con créditos corporativos e hipotecarios, con el fin de otorgar créditos a MIPYMEs hasta por 100 mmp.

Al respecto, el Banco de México anunció ajustes para reforzar estas dos medidas el 30 de julio de 2020. Entre los anuncios más importantes, destaca la precisión a las instituciones participantes que aclara que pueden realizar operaciones de arrendamiento y factoraje financiero con las MIPYMEs, al tiempo que les permite otorgar a personas físicas créditos hipotecarios y automotrices. La convocatoria inicial asociada a la primera de estas facilidades se publicó el 24 de agosto de 2020. Se espera que su puesta en marcha agilice la provisión de financiamiento a las empresas y personas mencionadas (Cuadro 3).

En su conjunto, de los 800 mmp de recursos programados en moneda nacional por el Banco de México, se han empleado cerca de 175 mmp al 24 de agosto de 2020. Asimismo, se han dispuesto 12.4 mmd de los 90 mmd de recursos programados en moneda extranjera (Cuadro 3).

Cuadro 3

Uso de las Facilidades 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

	Fecha de emisión o modificación de la Circular	Número de contratos firmados con las instituciones bancarias	Tamaño de los programas		Utilización	
			(mmp)	(mmd)	Monto (mmp)	(mmd) Convocatorias
I. Medidas de provisión de liquidez						
Disminución del Depósito de Regulación Monetaria	01/04/2020	n.a.	50		50	n.a.
Facilidad de Liquidez Adicional Ordinaria	13/05/2020	28	n.a.		0	n.a. 1/
Incremento de liquidez durante horarios de operación 2/		n.a.	n.a.		n.a.	n.a.
Ventanilla de reporto de valores gubernamentales	02/06/2020	34	100		100	5
Ventanilla de intercambio temporal de garantías	19/05/2020	3	100		0	0
Facilidad de reporto de título corporativos	23/07/2020	24	100		9.98	7
II. Medidas para fomentar un comportamiento ordenado de los mercados financieros						
Permuta de valores gubernamentales		n.a.	100		14.98	2
Programa de coberturas cambiarias (mmd) 3/		25		30		7.49
Financiamiento en dólares a través del uso de la línea swap de la Reserva Federal de los Estados Unidos (mmd) 4/	19/06/2020	19		60		4.91
III. Medidas para fortalecer los canales de otorgamiento de crédito						
Financiamiento orientado a MIPYMEs y personas físicas, liberando DRM o a través de reportos a plazo 5/	02/06/2020	2	250		0	1
Financiamiento orientado a MIPYMEs garantizado con créditos corporativos	19/06/2020	0	100		0	0
Total medidas instrumentadas en moneda nacional (mmp)			800		174.96	--
Total medidas instrumentadas en dólares de los E.E.U.U. (mmd)				90		12.40

n.a.: No aplica.

1/ No se reporta la frecuencia de las convocatorias, toda vez que la facilidad se activa a solicitud de la institución bancaria.

2/ Exceso de liquidez intradía que se esteriliza al cierre del mercado interbancario a través de operaciones de mercado abierto. Dicho exceso puede variar día con día, dependiendo de las necesidades del mercado interbancario. Al respecto, el saldo promedio diario de esta facilidad del 21 de abril al 24 de agosto fue de 117.4 mmp.

3/ El monto adicional utilizado a partir del anuncio del incremento en el programa de 20 a 30 mmd el 9 de marzo de 2020 es de 191 mmd.

4/ Monto vigente al 24 de agosto de 2020. El monto total asignado a través de las cuatro subastas realizadas ha sido de 115 mmd.

5/ El contrato correspondiente a esta facilidad deberá firmarse nuevamente para alinearse a las modificaciones publicadas en la Circular 30/2020 del 19 de agosto de 2020. Previo a esta modificación se habían firmado 13 contratos.

Fuente: Banco de México.

En suma, la información disponible sugiere que las fuentes de recursos financieros exhibieron un repunte en el segundo trimestre de 2020, congruente con lo observado en otros países y que obedecería principalmente a una mayor demanda por activos líquidos y ahorro precautorio. Ante el panorama descrito, aunado a los efectos adversos de la pandemia de COVID-19, es especialmente relevante perseverar en el fortalecimiento del marco macroeconómico del país, a través de la

implementación de una política monetaria prudente y firme y de la consolidación de las finanzas públicas desde un punto de vista estructural. Asimismo, será importante continuar evaluando e implementando medidas que procuren un desarrollo ordenado de los mercados financieros nacionales. Ello, en su conjunto, deberá redundar en un alivio de las presiones sobre los mercados de fondos prestables y contribuirá a facilitar la canalización de recursos financieros al sector privado.

Recuadro 3. Evolución Reciente de los Agregados Monetarios y Crediticios en Distintas Economías

1. Introducción

La propagación de la pandemia de COVID-19 ha causado profundas afectaciones en diferentes frentes, tanto en el sanitario como en el económico, de modo que la actividad real en distintos países ha experimentado una contracción severa. Ante la emergencia sanitaria y económica, las autoridades han implementado una serie de medidas extraordinarias cuyo objetivo ha sido moderar el impacto de la pandemia sobre los hogares y las empresas de cada país. Al respecto, estas acciones de política económica varían de forma significativa entre los países, en cuanto al tipo de instrumento y tamaño o alcance de los mismos.¹ No obstante lo anterior, las afectaciones e incertidumbre causadas por la pandemia han sido lo suficientemente fuertes como para afectar de manera relativamente homogénea la dirección en la cual se movieron las decisiones de consumo, ahorro e inversión de hogares y empresas. Lo anterior se ha visto reflejado en patrones similares en los flujos financieros del sector privado, medidos en los agregados monetarios y crediticios de cada país.

El presente recuadro revisa la evolución reciente de los agregados monetarios y de financiamiento al sector privado para un grupo de economías avanzadas y emergentes que publican estadística relativamente comparable y oportuna, a saber: Estados Unidos, Japón, Reino Unido y los países de la zona del euro por parte de los países avanzados, y Brasil, Chile, Colombia, Polonia y México por el lado de los emergentes. La comparación indica patrones comunes entre estos países. Primero, los agregados monetarios de todos ellos registran un repunte muy significativo a partir de marzo de 2020. El aumento se observa sobre todo en los agregados que concentran los instrumentos más líquidos, como billetes y monedas en circulación (M0) y depósitos de exigibilidad inmediata (M1-M0). Segundo, el financiamiento bancario a las empresas se incrementó de manera significativa en la mayoría de las economías estudiadas en los primeros meses posteriores al inicio de la propagación de la pandemia. Y tercero, el financiamiento a los hogares muestra una desaceleración muy importante a partir de marzo en los países de la muestra. A continuación se presenta a mayor detalle la evolución de los agregados monetarios y de financiamiento al sector privado de los países estudiados, al tiempo que se enumeran aquellos canales que pueden explicar dicha dinámica.

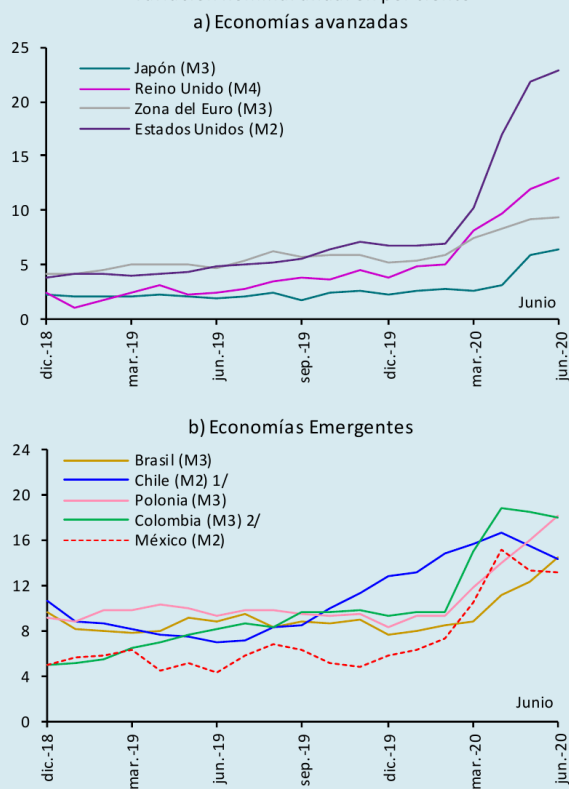
2. Agregados Monetarios

Los países seleccionados publican indicadores sobre la cantidad de dinero en sentido amplio que circula en sus economías. Dichas medidas incluyen los instrumentos monetarios más líquidos, tales como billetes y monedas, depósitos de exigibilidad inmediata y otros instrumentos a plazo de alta liquidez. Al respecto, destaca que las medidas de dinero en sentido amplio de los países analizados, con excepción de Chile, han registrado una aceleración notable a partir de marzo de 2020. Ello, pese a la

desaceleración en la actividad económica registrada en esos países y a la menor cantidad de transacciones de bienes y servicios que ello implica. Entre las economías avanzadas analizadas, el ritmo de crecimiento anual del dinero en sentido amplio se ha prácticamente duplicado respecto a las tasas observadas en febrero de 2020, destacando el caso de los Estados Unidos, en donde el aumento ha sido incluso mayor (Gráfica 1). En las economías emergentes comparadas, también se ha observado una dinámica similar, aunque de manera relativamente más moderada.

Gráfica 1
Dinero en sentido amplio

Variación nominal anual en por ciento



1/ Se añaden los depósitos en moneda extranjera para aumentar comparabilidad con M2 de México.

2/ Se restan cuentas corrientes del sector público, depósitos especiales provenientes de servicios de cobranza bancaria y cédulas hipotecarias, para aumentar comparabilidad con M2 de México.

Fuente: Banco de México y otros Bancos Centrales.

La Gráfica 2 ilustra el aumento substancial en la demanda de instrumentos altamente líquidos. En efecto, el agregado monetario M0 —que refleja la demanda de billetes y monedas en circulación por parte del sector privado— ha mostrado una

¹ Se puede encontrar un resumen de las principales medidas implementadas por distintos países en “Medidas de Distintas Economías para Enfrentar la Pandemia de COVID-19”, en el Informe Trimestral Enero – Marzo, Recuadro 1, pp.13-16, mayo 2020.

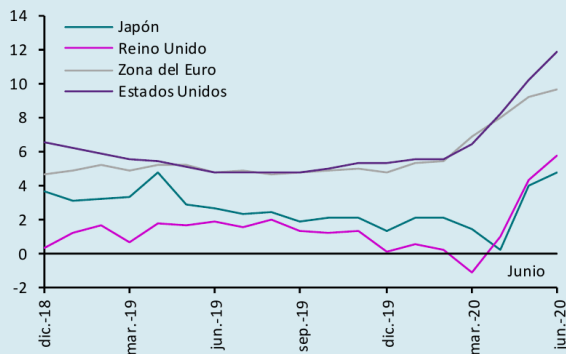
aceleración muy marcada a partir del cierre del primer trimestre de 2020, tanto en economías avanzadas como emergentes. De hecho, datos oportunos sugieren que la alta demanda de dinero en efectivo continúa siendo elevada en el tercer trimestre del año. La acumulación de efectivo por parte de hogares y empresas ha sido uno de los hechos más característicos de la pandemia, el cual persiste a pesar de la amplia aceptación de medios de pago digitales en los países analizados.²

Gráfica 2

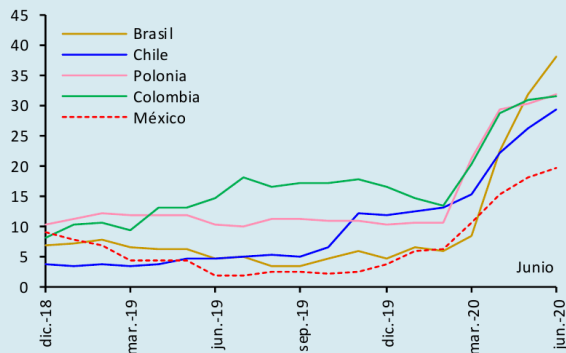
Agregado Monetario M0

Variación nominal anual en por ciento

a) Economías Avanzadas



b) Economías Emergentes



Fuente: Banco de México y otros Bancos Centrales.

De manera similar, los depósitos de exigibilidad inmediata, que constituyen la captación líquida del sistema bancario, han exhibido un repunte significativo en varias economías, en algunos casos aún mayor al que se registró para el dinero en efectivo. Así, la mayor demanda por activos líquidos no se ha limitado exclusivamente a billetes y monedas. Este es otro hecho característico de la pandemia, ya que no hay evidencia de que la acumulación de efectivo se haya llevado a cabo a través de retiros de cuentas bancarias líquidas.

Por último, al dividir la tenencia de dinero en sentido amplio entre hogares y empresas para los países que publican estos indicadores, se puede apreciar que a partir de marzo de 2020 la tenencia de las empresas ha tenido un repunte substancialmente

² Ashworth y Goodhart (2020) documentan esta misma dinámica, señalando que la acumulación de efectivo por motivos precautorios ha compensado y superado

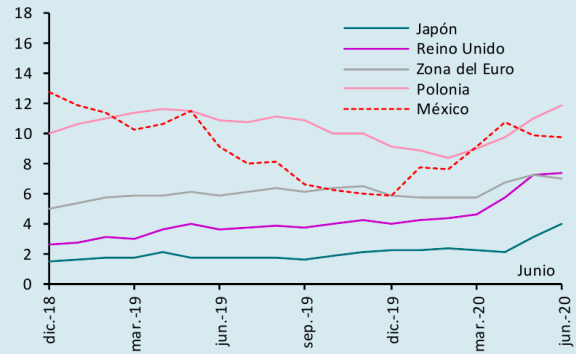
más importante que la de los hogares (Gráfica 3). Parte de esta mayor liquidez en poder de las empresas tiene como contraparte un incremento significativo en su demanda de crédito a partir de marzo. Dicha dinámica se abordará con mayor detalle en la siguiente sección.

Gráfica 3

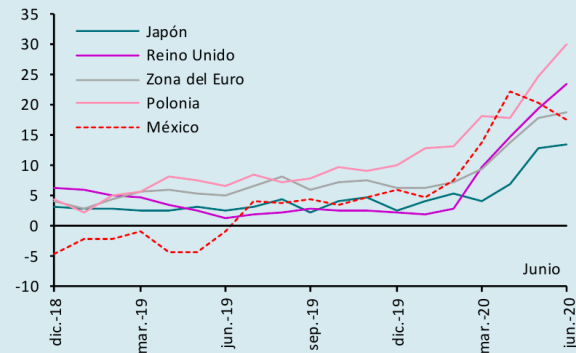
Dinero en sentido amplio por Tenedor^{1/}

Variación nominal anual en por ciento

a) Hogares



b) Empresas



^{1/} Se utilizaron medidas de dinero en sentido amplio por tenedor disponibles en cada país. En particular, para Japón se refiere al M3 excluyendo billetes y monedas en circulación; para Inglaterra se refiere al agregado monetario M4; en el caso de la Zona Euro, se refiere a los depósitos incluidos en M3; para Polonia se refiere a los depósitos incluidos en M2; y, por último, para el caso de México se refiere al agregado monetario M2.

Fuente: Banco de México y otros Bancos Centrales.

En todos los países analizados, la elevada acumulación de dinero en efectivo e instrumentos bancarios líquidos parece responder principalmente a dos factores: por un lado, a motivos precautorios ante la alta incertidumbre que han representado los efectos de la pandemia en los países afectados; y, por el otro, a la imposibilidad de comprar bienes y servicios en los sectores que han sido más fuertemente restringidos por las medidas de contención de la pandemia. Hacia delante, dada la incertidumbre global que ha generado la pandemia, podrían presentarse otros factores que incidan sobre la demanda de dinero.

el efecto negativo sobre la demanda de billetes y monedas por el mayor uso de medios de pago electrónicos en las compras en línea durante la alerta sanitaria.

Por el lado de los hogares, los motivos precautorios han respondido a distintos factores, tales como:

- (i) La adopción del confinamiento para evitar el riesgo de contagio.
- (ii) La posibilidad de perder el empleo o sufrir decrementos en el ingreso.
- (iii) La posibilidad de enfrentar gastos médicos extraordinarios.

Adicionalmente, la demanda de consumo de los hogares también se ha visto afectada por restricciones generadas por las medidas de contención que han limitado servicios de entretenimiento que implican la aglomeración de personas. En general, todo lo anterior se ha traducido en mayores recursos destinados al ahorro en sustitución del consumo. La demanda precautoria de los hogares ha recibido un impulso, a su vez, de ingresos extraordinarios, tales como:

- (i) Transferencias gubernamentales directas y/o exenciones fiscales.
- (ii) El seguro de desempleo o liquidaciones en el caso de perder el empleo.
- (iii) La venta de activos ilíquidos para obtener recursos líquidos.
- (iv) Las remesas, en el caso de algunos países emergentes.

Por su parte, las empresas han experimentado una reducción de sus ingresos ante la menor demanda de los hogares y las restricciones de operación impuestas en diferentes industrias. El menor flujo de ingresos, tanto presente como esperado, así como una mayor incertidumbre para acceder al financiamiento futuro conforme la pandemia siguiera su curso, motivaron a las empresas a acumular recursos para evitar problemas de liquidez que podrían transformarse, de no ser atendidos, en problemas de solvencia. La demanda de liquidez de las empresas se ha alimentado, en mayor o menor medida, dependiendo del país analizado, de:

- (i) Subsidios para el pago de salarios.
- (ii) Prórroga para el pago de impuestos y contribuciones.
- (iii) Exenciones fiscales en algunos casos.
- (iv) Préstamos gubernamentales directos, o bien, indirectos a través de garantías que respaldan créditos de la banca comercial, entre otros.

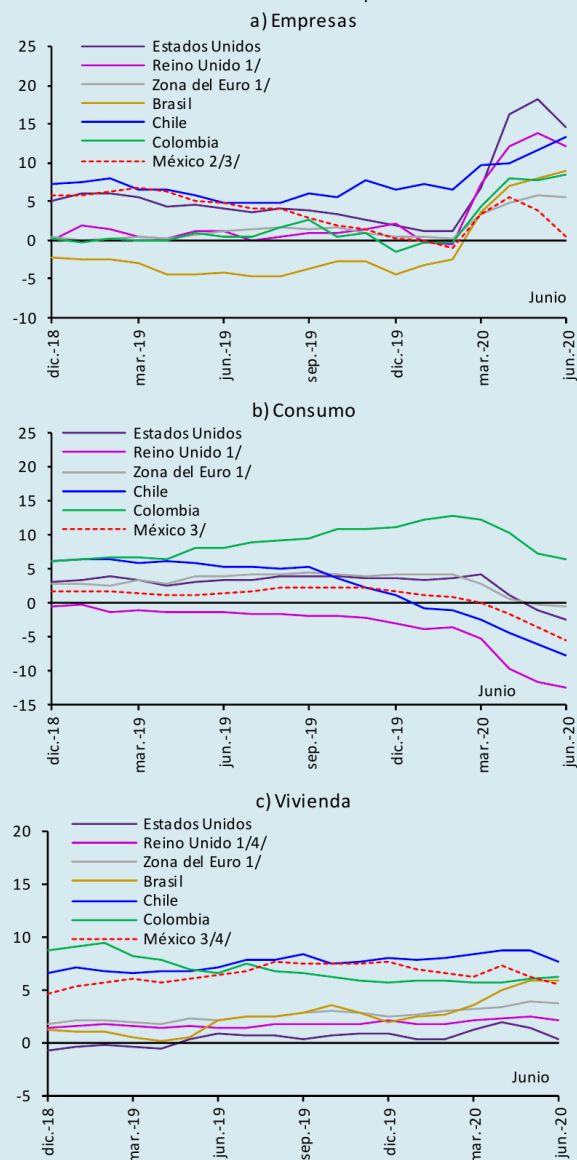
Aunado a lo anterior, la demanda de crédito bancario por parte de las empresas aumentó de forma significativa en marzo de 2020, lo que condujo a un incremento de los depósitos en los sistemas bancarios.

3. Financiamiento al Sector Privado

La propagación de la pandemia de COVID-19 ha exhibido un comportamiento heterogéneo en el financiamiento a hogares y empresas. Por una parte, desde marzo se observa una expansión acelerada en el otorgamiento de crédito de la banca comercial a las empresas privadas no financieras, en tanto que el crédito bancario a los hogares se ha desacelerado de manera importante,

motivado por una contracción significativa del crédito al consumo (Gráfica 4).

Gráfica 4
Crédito de la Banca Comercial al Sector Privado no Financiero
Variación real anual en por ciento



1/ Crédito otorgado por instituciones financieras monetarias.

2/ Cifras ajustadas por efecto cambiario.

3/ Incluye Sofomes, Uniones de Crédito y EACPs.

4/ Estas cifras se ajustan por la salida e incorporación de algunos intermediarios financieros a la estadística de crédito.

Fuente: Banco de México y otros Bancos Centrales.

El mayor ritmo de expansión del crédito a empresas responde, como se mencionó en la sección previa, principalmente a una mayor demanda para enfrentar problemas transitorios de liquidez, mismos que se han presentado a raíz de la pandemia. El incremento es generalizado en el conjunto de países estudiados,

si bien en Chile el crecimiento del crédito a empresas había venido mostrando un nivel más elevado que el resto de los países, lo que podría explicar que su aceleración desde marzo haya sido menor. Asimismo, en la mayoría de los países analizados el ritmo de expansión del crédito bancario a las empresas se ha sostenido, con excepción de México, en donde la aceleración se revirtió en junio, y en los Estados Unidos y el Reino Unido, en donde hay señales de desaceleración en el mismo mes, si bien su financiamiento continúa creciendo aún a niveles muy elevados (Gráfica 4a). Así, el crédito a empresas en México presenta un comportamiento diferenciado respecto del resto de las economías analizadas, lo cual sería reflejo, principalmente, de la heterogeneidad de los distintos programas de apoyos fiscales a empresas —tanto directos como a través de esquemas de garantías— que se han ido implementando en las economías comparadas, mismos que han sido de una menor cuantía y alcance en nuestro país respecto del resto de los países de la muestra (ver Banco de México, 2020).

En tanto, la notoria contracción del crédito bancario al consumo también ha sido generalizada en los países estudiados. En Colombia, si bien el crédito al consumo aún no se contrae, ha mostrado una importante desaceleración desde los altos niveles de crecimiento que venía presentado (Gráfica 4b). La dinámica del crédito a este segmento en los países analizados responde en parte a la caída en la demanda de consumo de los hogares quienes, como se mencionó previamente, han transferido recursos hacia el ahorro.

En lo que respecta al crédito bancario a la vivienda, en general se observa una dinámica moderada y estable en los países analizados, con cierta desaceleración a partir de mayo en algunas de las economías (Gráfica 4c). Asimismo, destacan las trayectorias de Brasil y los Estados Unidos, quienes registraron un incremento importante en el crecimiento del crédito hipotecario en marzo y abril. Ello podría reflejar el uso de las hipotecas para refinanciar otros pasivos, o bien, como recursos de emergencia ante la contracción de la actividad económica y sus efectos adversos en el ingreso y empleo de los hogares.

Las encuestas a la banca comercial que realizan las autoridades monetarias en algunas de las economías analizadas, tales como el Banco Central Europeo, el Banco de la Reserva Federal de los Estados Unidos, el Banco de Inglaterra, el Banco de Chile y el Banco de México, profundizan en los factores detrás de los movimientos del crédito bancario al sector privado. Dichas encuestas reportan un aumento en la demanda de crédito de las empresas en el primer trimestre del año, mismo que persistió en el segundo trimestre solo en la zona del euro y el Reino Unido. En tanto, los bancos reportaron un apretamiento en las condiciones de financiamiento en los dos primeros trimestres del año en la mayoría de los países, con excepción de la zona del euro y el Reino Unido de nueva cuenta. Al respecto, los movimientos percibidos tanto en la demanda como en la oferta de crédito por parte de los bancos europeos responden a garantías gubernamentales que han fomentado la canalización de crédito a las empresas en estas economías.

En cuanto a los hogares, las encuestas a bancos de los países analizados no muestran un patrón claro sobre la demanda y

oferta de crédito en el primer trimestre del año. En tanto, en el segundo trimestre se aprecia una caída generalizada y profunda en la demanda de crédito al consumo en todos los países analizados, lo que se asocia a una menor confianza de los consumidores, así como un deterioro marcado de la demanda de crédito a la vivienda, con la excepción en este caso de los Estados Unidos. Para esta economía, el incremento de la demanda de crédito hipotecario responde a una extracción de recursos líquidos garantizados por la vivienda, ello ante el deterioro significativo en las fuentes de ingreso de algunos hogares. Por su parte, en todos los países se reporta un estrechamiento generalizado en las condiciones de otorgamiento de crédito en el segundo trimestre, ello ante el empeoramiento en la situación económica de los hogares, lo que aumenta el riesgo de contraparte que enfrentan los bancos.

4. Consideraciones finales

En este recuadro se presenta una comparación internacional de la evolución reciente de los agregados monetarios y del financiamiento al sector privado. Ello permite documentar el efecto que ha tenido la pandemia de COVID-19, y las medidas de contención para frenar su expansión, sobre los flujos financieros del sector privado en distintas economías.

En particular, se ha observado una aceleración significativa en la dinámica monetaria de países tanto avanzados como emergentes, incluido México. Ello refleja un aumento en la demanda de activos líquidos por parte del sector privado que responde principalmente a motivos precautorios, así como una mayor demanda de liquidez por parte de las empresas privadas no financieras ante una pérdida en sus ingresos actuales y esperados. Por el lado del financiamiento, se observó en varias economías un incremento en el crédito a empresas en el primer y segundo trimestres del año, si bien esto se ha revertido parcialmente en algunos países. En tanto, se ha observado una contracción importante y generalizada en el crédito al consumo, como consecuencia en parte de una transferencia de recursos hacia el ahorro y el cierre de comercios y espacios públicos para contener la propagación del virus. Por último, la cartera de crédito a la vivienda ha registrado una mayor estabilidad en la mayoría de los países estudiados, si bien se observa cierta desaceleración en el margen.

Hacia delante, se debe continuar analizando el comportamiento de los agregados monetarios y crediticios, así como su posible impacto en la actividad económica y la inflación. Asimismo, resultará crucial que las autoridades en materia financiera continúen evaluando el funcionamiento ordenado de los mercados financieros, con el objetivo de que estos cumplan con su función prioritaria de canalizar recursos eficientemente al sector privado.

5. Referencias

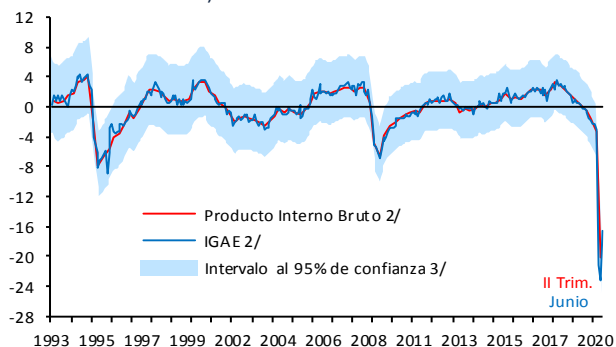
Ashworth, J. y C.A.E. Goodhart, 2020, *Coronavirus panic fuels a surge in cash demand*, CEPR Discussion Paper 14910.

Banco de México, 2020, *Medidas de Distintas Economías para Enfrentar la Pandemia de COVID—19*, Informe Trimestral Enero—Marzo, Recuadro 1.

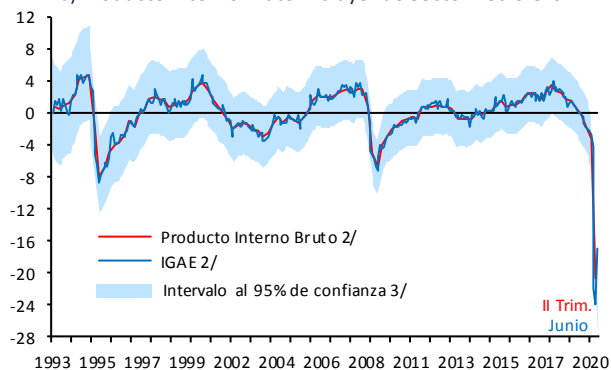
2.2.4. Condiciones de Holgura en la Economía

En cuanto a la posición cíclica de la economía, como reflejo de los efectos sobre la actividad económica de México de la pandemia de COVID-19 y de las medidas para contener su propagación, en el segundo trimestre de 2020 las condiciones de holgura se ampliaron significativamente (Gráficas 55 y 56a). En particular, las estimaciones de la brecha del producto para el segundo trimestre del año presentaron una magnitud negativa superior tanto a las del primer trimestre, como a las previstas para ese mismo segundo trimestre en el Informe anterior. Cabe señalar que, tras haber alcanzado su máxima ampliación en mayo, la estimación de la holgura mensual con base en el IGAE se redujo en junio en congruencia con la parcial reactivación de la actividad económica en ese mes. Por su parte, con información al mes de mayo de 2020, los indicadores relacionados con el consumo y con el mercado laboral exhibieron niveles de holgura mucho más amplios en abril y mayo, en congruencia con la caída en la actividad económica en ese periodo. En contraste, el indicador relacionado con el mercado de fondos prestables redujo significativamente su grado de holgura respecto de lo observado a principios de 2020, derivado, en buena medida, de la mayor demanda por liquidez ocasionada por la emergencia sanitaria (Gráfica 56b).

Gráfica 55
Estimación de la Brecha del Producto^{1/}
 Porcentaje del producto potencial, a. e.
 a) Producto Interno Bruto



b) Producto Interno Bruto Excluyendo Sector Petrolero^{4/}



a. e. / Elaborada con cifras ajustadas por estacionalidad.

^{1/} Estimadas con el filtro de Hodrick-Prescott con corrección de colas; ver Informe sobre la Inflación Abril – Junio 2009, Banco de México, p. 74.

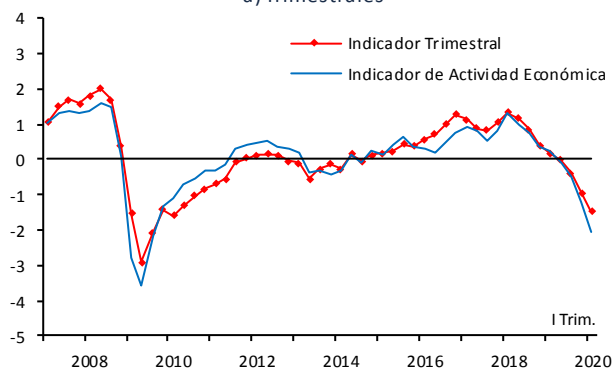
^{2/} Cifras del PIB al segundo trimestre de 2020; cifras del IGAE a junio de 2020.

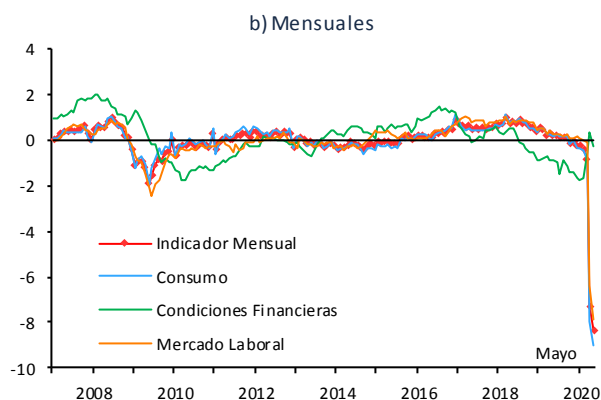
^{3/} Intervalo de confianza de la brecha del producto calculado con un método de componentes no observados.

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

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

Gráfica 56
Primer Componente Principal por Frecuencia y Grupo de Indicadores^{1/}
 Por ciento
 a) Trimestrales





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

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

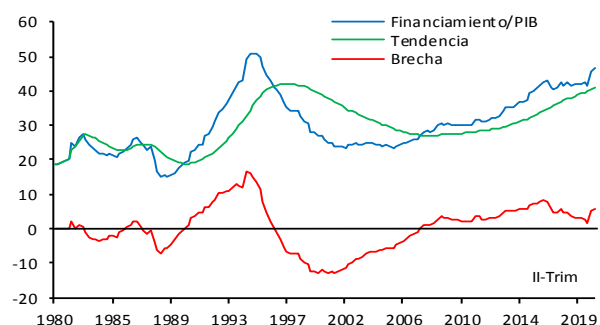
2.2.5. Estabilidad del Sistema Financiero

Como se detalló en el Reporte de Estabilidad Financiera correspondiente al primer semestre de 2020, el sistema financiero mexicano en su conjunto enfrentó el inicio de la pandemia con una posición de liquidez y capital sólida. Asimismo, las autoridades financieras han tomado medidas regulatorias transitorias para evitar una respuesta procíclica en el sistema financiero que amplifique el choque que se está presentando. Si bien la situación del sistema financiero se ha mantenido estable, persisten riesgos que podrían intensificarse y afectar el adecuado funcionamiento del mismo. En este entorno, dar seguimiento a la evolución de los riesgos que enfrenta el sistema resulta aún más importante.

2.2.5.1. Financiamiento Agregado

Durante el segundo trimestre del año, la razón de financiamiento a PIB en México aumentó ligeramente respecto al trimestre previo debido, principalmente, a una disminución del PIB. Asimismo, cabe destacar que el financiamiento al sector privado se mantuvo en niveles relativamente elevados respecto a su promedio histórico, contribuyendo así a un aumento de la brecha de financiamiento (Gráfica 57).

Gráfica 57
Razón de Financiamiento al Sector Privado No Financiero a PIB y Brecha respecto a la Tendencia de Largo Plazo^{1/2/}
Por ciento



1/ La tendencia de largo plazo es estimada con el filtro Hodrick-Prescott de una cola con un parámetro de suavización de 400,000 utilizando datos a partir del cuarto trimestre del año 1980.

2/ La información del 2T de 2020 es preliminar.

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

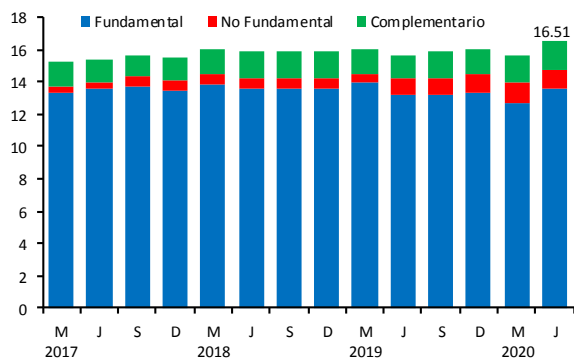
2.2.5.2. Solvencia de la Banca Múltiple

El índice de capitalización (ICAP) de la banca múltiple presentó un nivel de 16.51% en junio de 2020, cifra superior a la registrada en marzo de 15.66% (Gráfica 58). Este comportamiento del ICAP fue reflejo de un aumento en el capital neto derivado, entre otros factores, del dinamismo del capital ganado y de aportaciones de capital. Por su parte, si bien en marzo de 2020 se observó un incremento importante en la cartera de crédito, principalmente por un mayor uso de líneas de crédito empresarial, durante el segundo trimestre se registró un menor financiamiento, el cual redundó en una contracción de los activos ponderados por riesgo de crédito de la banca. La mayor exposición en valores compensó dicha reducción durante el periodo de referencia, resultando en un incremento del total de activos ponderados por riesgo. De esta manera, durante el segundo trimestre de 2020, la banca múltiple en su conjunto continuó mostrando niveles de capital que le otorgan espacio para poder expandir sus actividades y enfrentar la contingencia derivada de la pandemia en una posición de fortaleza. Cabe destacar que, como resultado de la revisión periódica que lleva a cabo la CNBV, este organismo redujo a principios de julio de 2020 el número de instituciones bancarias que, por sus características y relación con el sistema bancario, deben ser consideradas de importancia sistémica local y que, por tanto, están

obligadas a constituir suplementos adicionales de capital.⁸

Asimismo, el 30 de junio la Junta de Gobierno de la CNBV revocó la licencia de Banco Ahorro Famsa para operar como institución de banca múltiple.⁹ Al respecto, es importante mencionar que dicha acción no fue consecuencia de la coyuntura que enfrenta el sistema financiero mexicano, sino que obedece a problemas de dicha institución y su liquidación no tuvo un impacto sobre el resto del sistema financiero.¹⁰ Así, a partir de las cifras del segundo trimestre de 2020 el índice de capitalización de la banca múltiple presentado en este Informe no contempla los datos de dicha institución.

Gráfica 58
Evolución del Capital Regulatorio
En por ciento de activos ponderados por riesgo



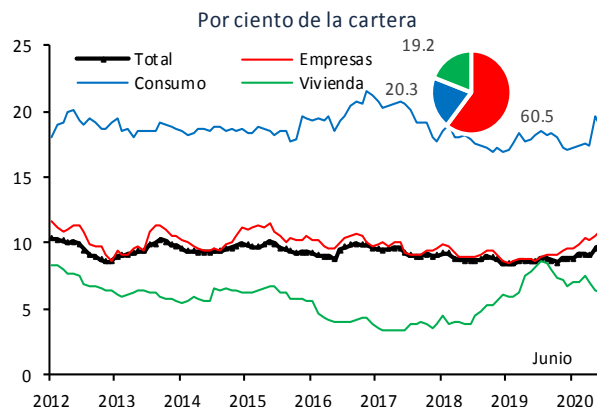
Fuente: Banco de México.

2.2.5.3. Riesgo de Crédito de la Banca Múltiple

El riesgo de crédito de la banca, medido mediante el valor en riesgo condicional (CVaR)¹¹ al 99.9% de confianza como proporción del portafolio de crédito, aumentó en el segundo trimestre de 2020, pasando de 9.13% en marzo de 2020 a 9.78% en junio de 2020.

Este comportamiento se explica por el aumento en el riesgo de las carteras de crédito de consumo y de empresas, si bien no se han materializado las posibles afectaciones en la cartera de crédito derivadas de los efectos de la pandemia (Gráfica 59).¹²

Gráfica 59
Valor en Riesgo Condicional Anual al 99.9% por Tipo de Crédito



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

Por su parte, el índice de capitalización neta de riesgo,¹³ indicador que permite evaluar si los niveles de capitalización de los bancos son adecuados para hacer frente a pérdidas extremas no anticipadas, aumentó durante el trimestre de referencia, pasando de 10.06% en marzo de 2020 a 10.58% en junio de 2020. Lo anterior fue resultado de un aumento en el ICAP mayor al registrado en el CVaR de la cartera crediticia (Gráfica 60). Los niveles del índice siguen siendo mayores al mínimo regulatorio, mostrando la capacidad de la banca para absorber pérdidas no esperadas derivadas del incumplimiento crediticio de sus carteras.

⁸ La CNBV [dejó de considerar a Banco Inbursa como un banco de importancia sistémica local](https://www.gob.mx/cms/uploads/attachment/file/562097/Comunicado_de_Prensa_051_Importancia_Sist_mica_Local.pdf). Para mayor información ver comunicado de prensa: [https://www.gob.mx/cms/uploads/attachment/file/562097/Comunicado de Prensa 051 Importancia Sist mica Local.pdf](https://www.gob.mx/cms/uploads/attachment/file/562097/Comunicado_de_Prensa_051_Importancia_Sist_mica_Local.pdf)

⁹ Para mayor información ver comunicado de prensa: https://www.gob.mx/cms/uploads/attachment/file/560867/Comunicado_058.pdf

¹⁰ Debido a que las exposiciones interbancarias de Banco Ahorro Famsa eran reducidas y la amplia mayoría de sus depositantes están cubiertos por la totalidad de sus saldos por el seguro de depósitos del IPAB, esta revocación no ha tenido efectos significativos sobre el resto del sistema.

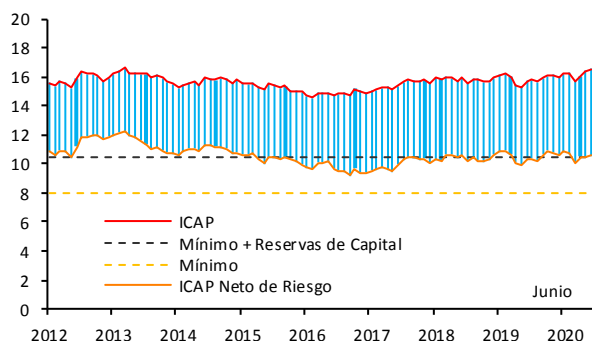
¹¹ El valor en riesgo condicional (CVaR) permite analizar las pérdidas en la cola de la distribución, ya que representa el valor esperado de la

pérdida cuando esta es mayor al VaR, el cual a su vez, representa el percentil que corresponde a un nivel de confianza determinado en una distribución de probabilidad de pérdidas de una cartera de activos sujetos a riesgo de crédito.

¹² Cabe señalar que el cálculo del CVaR se basa en información histórica sobre las probabilidades y correlaciones de incumplimiento de las carteras por lo que no considera una situación como la generada por la pandemia de COVID-19 que produce un escenario de riesgo inédito, por lo que dicha medida debe tomarse como una referencia y no como un pronóstico del escenario que pudiera materializarse.

¹³ Se estima como el índice de capitalización que resulta al reducir el valor del CVaR de la cartera de crédito tanto del capital neto como de los activos ponderados por riesgo.

Gráfica 60
Índice de Capitalización Neta de Riesgo^{1/}
 Por ciento



^{1/} Se estima como el índice de capitalización que resulta al reducir el CVaR tanto del capital neto como de los activos ponderados por riesgo.
 Fuente: Banco de México, CNBV y Buró de Crédito.

En junio de 2020, la morosidad del crédito otorgado por la banca comercial al sector privado no financiero, tanto a acreditados residentes como no residentes, presentó niveles inferiores a los observados en marzo pasado. Así, el índice de morosidad (IMOR) de estos créditos pasó de 2.69% en el tercer mes del año en curso a 2.56% en junio. Este comportamiento podría reflejar, por un lado, la

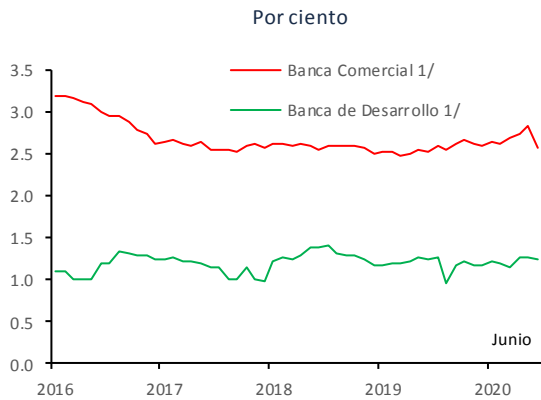
aplicación de los Criterios Contables Especiales (CCE) emitidos por la CNBV (ver Recuadro 4), mediante los cuales la cartera que cumpla con ciertos requisitos puede registrarse como vigente durante el periodo que dure la aplicación de dichos criterios. Por otro lado, durante el periodo marzo-junio de 2020 algunas instituciones realizaron quitas de cartera vencida asociadas a créditos con baja probabilidad de recuperación, lo cual también contribuyó a reducir el IMOR de los créditos otorgados por la banca comercial.

En particular, el IMOR de los créditos otorgados a las empresas exhibió una reducción de 30 puntos base al pasar de 1.92% en marzo a 1.62% en junio, en tanto que el IMOR del crédito a la vivienda mostró un nivel similar en marzo y junio de 2020 y el IMOR del crédito al consumo presentó un aumento de 28 puntos base. Al interior del crédito al consumo, en junio de 2020 se observaron incrementos en relación con el nivel de marzo en los IMOR de créditos personales de 65 puntos base, de ABCD de 64 puntos base y de tarjetas de crédito de 24 puntos base, respectivamente, mientras que el IMOR de los créditos de nómina registró una caída de 10 puntos base (Gráfica 61).

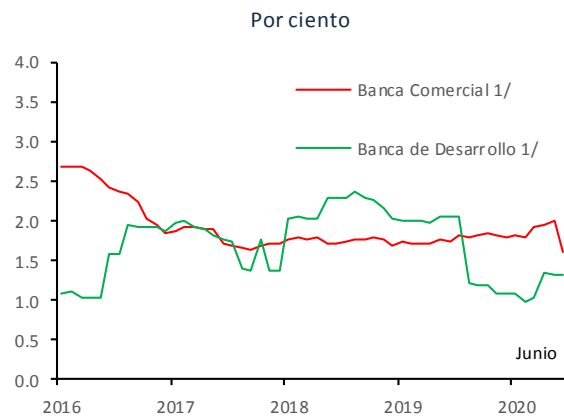
Gráfica 61

Índices de Morosidad del Crédito al Sector Privado No Financiero

a) Total

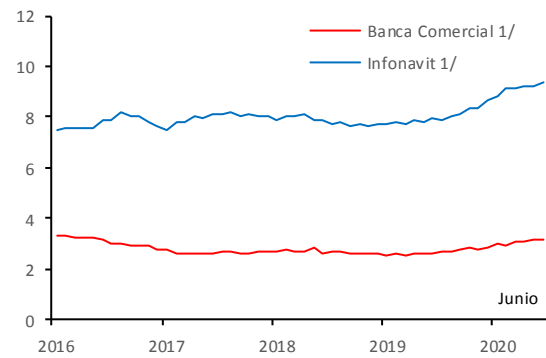


b) Empresas



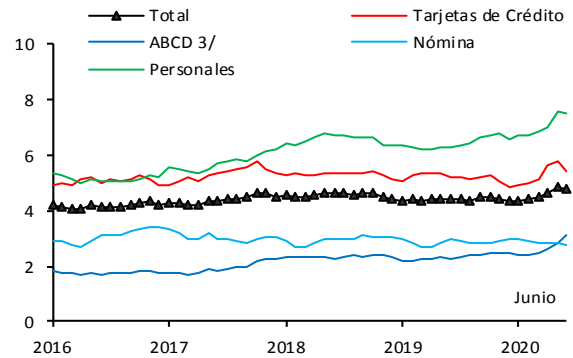
c) Vivienda

Por ciento



d) Consumo^{1/ 2/}

Por ciento



^{1/} El índice de morosidad (IMOR) se define como el saldo de la cartera vencida entre el saldo de la cartera total.

^{2/} Incluye a las Sofomes ER subsidiarias de instituciones bancarias y grupos financieros.

^{3/} Incluye crédito para la adquisición de bienes muebles y crédito automotriz.

Fuente: Banco de México.

Recuadro 4. Adopción de Criterios Contables Especiales y sus Efectos sobre la Cartera de Crédito de la Banca al Sector Privado No Financiero

1. Introducción

Ante la compleja situación derivada de la pandemia de COVID-19, las autoridades financieras han implementado medidas para mitigar sus efectos económicos.¹ Como parte de estas medidas, la Comisión Nacional Bancaria y de Valores (CNBV) emitió algunos ajustes temporales en su regulación, entre los que se incluyó un conjunto de Criterios Contables Especiales (CCE) aplicables a la cartera de crédito de las instituciones bancarias y de otros participantes del sistema financiero. En términos generales, dichos criterios contemplan el diferimiento parcial o total de pagos de capital e intereses hasta por 4 meses, con posibilidad de extenderlo por 2 meses adicionales. Así, los saldos de los créditos adheridos a estos criterios podrán congelarse sin cargo de intereses.

La adhesión a los CCE solo es posible para aquellos créditos que estuvieran clasificados contablemente como vigentes al 28 de febrero de 2020 y cuya instrumentación se realizara dentro de los 120 días naturales siguientes a dicha fecha, con lo cual la vigencia del periodo de adhesión a los CCE concluía el 26 de junio;² sin embargo, considerando las condiciones de la contingencia sanitaria, la CNBV decidió ampliar hasta el 31 de julio la vigencia de estos criterios, así como permitir la inclusión de créditos que estuvieran vigentes hasta el 31 de marzo.³ Cabe señalar que los criterios requieren que el nuevo plazo de vencimiento no sea mayor a seis meses a partir de la fecha de vencimiento original de las operaciones, o bien, hasta 18 meses tratándose de créditos dirigidos a los sectores agropecuario y rural.

Los CCE son de libre adopción por parte de las instituciones de crédito; en caso de aplicarse, las instituciones deben informar a la CNBV las condiciones generales de los programas, contrastando las condiciones originales con los beneficios otorgados. Asimismo, las instituciones deben revelar las afectaciones derivadas de la aplicación de los CCE, en las notas a sus estados financieros anuales correspondientes a los ejercicios de 2020 y 2021, así como en cualquier comunicado público de información financiera anual de los mismos ejercicios y en la información de los trimestres del 2020 y del primero de 2021.

2. Evolución de los CCE y características de los créditos adheridos

Al mes de junio, el porcentaje de aprobación de los créditos que solicitaron ser adheridos al programa de los CCE es del 84.5%. La cartera con el mayor porcentaje de aprobación es la correspondiente a créditos de nómina con 92.3%, mientras que el menor porcentaje corresponde a la cartera empresarial con un 59.2% (Gráfica 1).

¹ Ver sección IV del Reporte de Estabilidad Financiera de junio de 2020, publicado por el Banco de México (<https://www.banxico.org.mx/publicaciones-y-prensa/reportes-sobre-el-sistema-financiero/%7BA66FA96C-EC89-D558-3342-F303E53042D5%7D.pdf>).

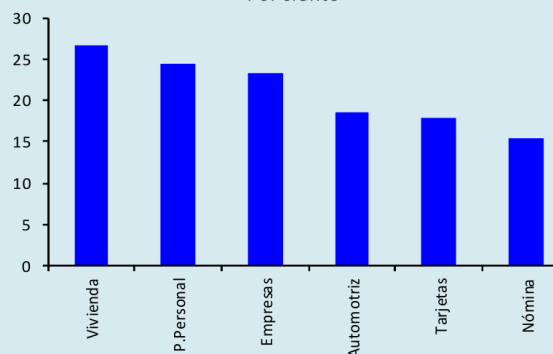
Gráfica 1
Porcentaje de Solicitudes Aprobadas de los Créditos Adheridos a los CCE. Junio 2020



Fuente: CNBV

Al 30 de junio, se tenía registrado que el 18.0% del saldo de la cartera crediticia total de la banca correspondía a créditos adheridos a los CCE, siendo la cartera de crédito a la vivienda la que tiene un porcentaje mayor con un 26.6% mientras que la cartera de crédito de nómina es la cartera de menor porcentaje con un 15.4% (Gráfica 2).

Gráfica 2
Participación sobre Saldo de los Créditos Adheridos a los CCE Junio 2020



Fuente: CNBV

En virtud de que las condiciones otorgadas al amparo de los CCE requerían que los acreditados solicitaran su inscripción en los mismos, los motivos para hacerlo pudieron variar. Así, un acreditado pudo solicitar un diferimiento de sus pagos ya sea porque al inicio de la emergencia sanitaria vio disminuidos sus ingresos y requería tiempo para solventar su situación, o bien por

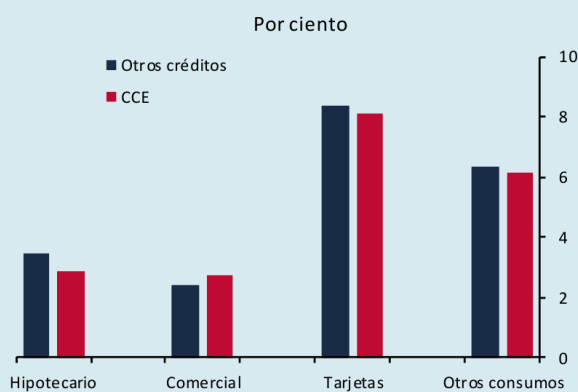
² Ver comunicado de prensa del 27 de marzo: https://www.gob.mx/cms/uploads/attachment/file/543984/Criterios_Contables_Especiales.pdf

³ Ver comunicado de prensa del 15 de abril de 2020: https://www.gob.mx/cms/uploads/attachment/file/546833/Comunicado_de_Prensa_026_Alcance_CCE_Bancos.pdf

un motivo precautorio ante la incertidumbre que la duración de la contingencia sanitaria representa. En este contexto, los créditos de consumo y vivienda que se encontraban vigentes en febrero de 2020 y que se adhirieron a los CCE mostraban en promedio probabilidades de incumplimiento ligeramente menores en relación al resto de sus respectivas carteras (Gráfica 3).

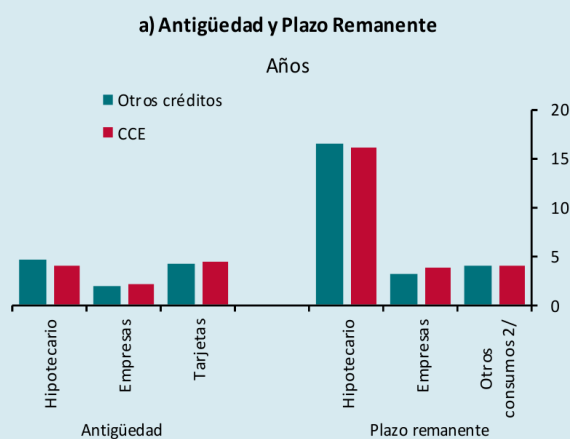
Por otro lado, no existen diferencias importantes en la antigüedad y en los plazos remanentes entre los créditos inscritos en los CCE y en los que no (Gráfica 4a). Por su parte, si bien la razón del crédito otorgado y el valor de la garantía hipotecaria (LTV) no exhibe diferencias entre los créditos bajo CCE y el resto de la cartera, en el caso de la proporción del pago realizado sobre ingreso del acreditado (PTI) sí se observa cierta distinción (Gráfica 4b).

Gráfica 3
Probabilidad de Incumplimiento (Febrero 2020) ^{1/}



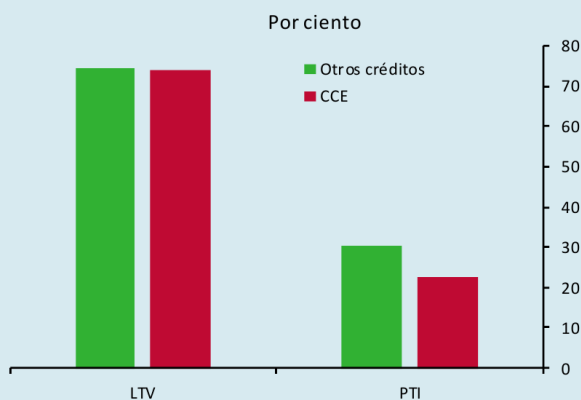
Fuente: Cálculos propios con información de la CNBV y Banco de México.
^{1/} Promedio ponderado.

Gráfica 4
Indicadores de la Cartera de Crédito (Abril 2020) ^{1/}



⁴ Se considera que un crédito registró un pago si el monto abonado fue igual o superior al requerido contractualmente por la institución.

b) Indicadores de Créditos Hipotecarios

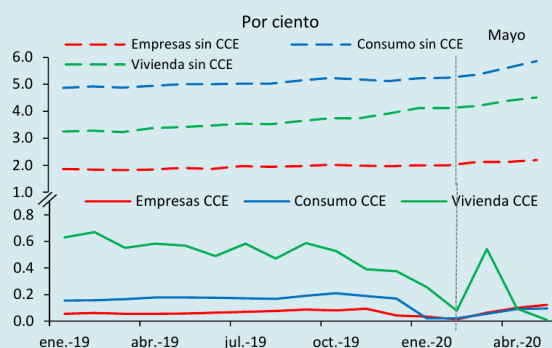


Fuente: Cálculos propios con información de la CNBV y Banco de México.
^{1/} Promedio ponderado.
^{2/} Plazo total.

El comportamiento agregado de la cartera de los créditos adheridos a los CCE en los meses anteriores a la pandemia mostró un mejor perfil de riesgo en términos de morosidad que el de los créditos que no fueron adheridos al programa, así los índices de morosidad que no consideran el segmento de los adheridos a los CCE presentan mayores niveles que los correspondientes a las carteras totales en sus tres tipos de cartera (Gráfica 5).

Gráfica 5

Índices de Morosidad del Crédito al Sector Privado No Financiero

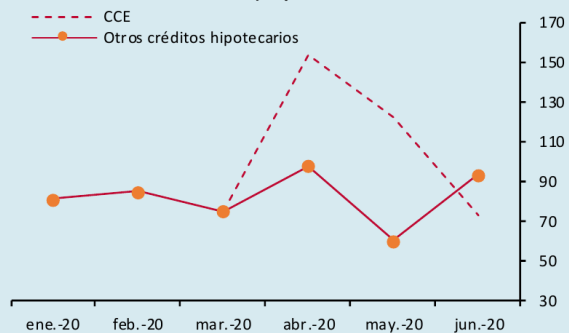


Fuente: CNBV, Banco de México.

3. Efectos de la implementación en la cartera de crédito

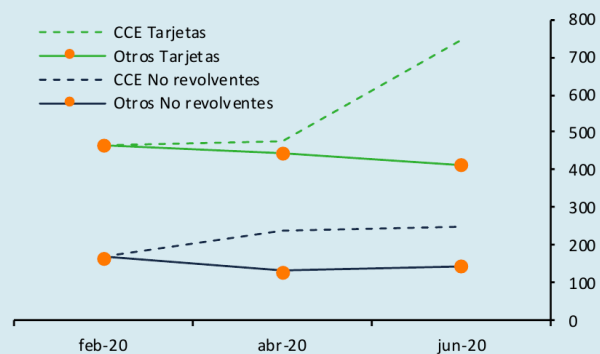
La información disponible muestra que la mayoría de los créditos adheridos a CCE ha continuado realizando los pagos programados que hubieran tenido que realizar en ausencia de dichos criterios y, por tanto, representan un riesgo menor (Gráfica 6). En particular, de la cartera inscrita en los CCE, un 92% de las carteras de consumo y vivienda realizó pagos en junio de 2020.⁴

Gráfica 6
Razón de Pago: Pago Realizado / Pago Exigido
a) Hipotecario



Fuente: Cálculos propios con información de CNBV.

b) Crédito al consumo



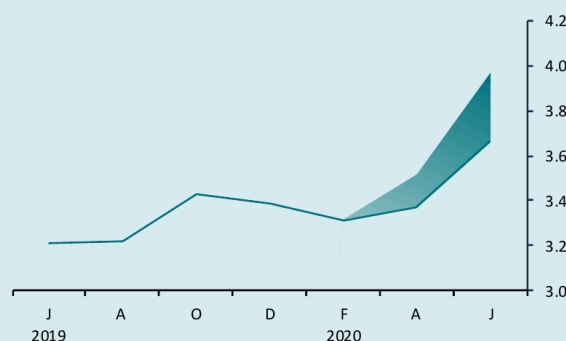
Fuente: Cálculos propios con información de Banco de México.

La incertidumbre sobre la duración de la pandemia del COVID-19, y sus repercusiones sobre la actividad económica del país, hacen necesario cuantificar los riesgos que existen sobre la viabilidad de la cartera que se adhirió a los CCE. En este sentido, se realizaron ejercicios contrafactuales sobre la posible evolución de esta cartera. En particular, se tomaron los datos de los créditos que, ejerciendo su derecho bajo los CCE, no han realizado los pagos que en condiciones normales les correspondería hacer y que, por tanto, se hubieran clasificado como cartera vencida, con el consecuente incremento en el IMOR de cada cartera. Sin embargo, dadas las condiciones contempladas en los CCE, el pago de estos créditos no es exigible durante el periodo de vigencia de los criterios, por lo que no están vencidos. Así, a manera de ejemplo se presenta un ejercicio sobre el posible impacto en la morosidad de la cartera de crédito de consumo no revolvente. El ejercicio considera el 25% de los créditos adheridos a los CCE que no registraron pago en los tres meses consecutivos. Cabe señalar que

este análisis replica la morosidad histórica en la cartera, y en este sentido, subestimaría la dinámica del cumplimiento crediticio, ya que no considera de manera explícita los efectos de la pandemia sobre la capacidad de pago.

Los resultados de este ejercicio con datos a junio muestran que el posible impacto sobre la morosidad de la cartera pudiera ser acotado (Gráfica 7). No obstante, es necesario vigilar su evolución en la medida en que la aplicación de los criterios vaya venciendo y algunos acreditados soliciten reestructurar sus créditos en los próximos meses, dada la diversidad de fechas y plazos de vencimiento. Asimismo, será necesario vigilar las opciones que se ofrezcan a los acreditados para mantener vigentes sus créditos y la constitución adecuada de reservas por parte de la banca.

Gráfica 7
Posible Efecto Sobre la Morosidad: Consumo no Revolvente ^{1/}
Por ciento



Fuente: Cálculos propios con información de Banco de México.

^{1/} El ejercicio considera el 25% de los créditos adheridos a CCE que no registraron pago en tres meses consecutivos.

4. Consideraciones Finales

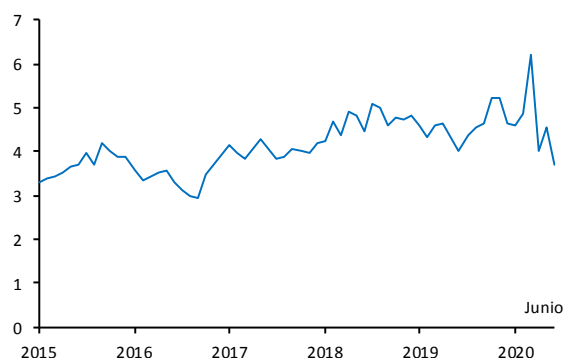
Ante la situación derivada de la pandemia y para mitigar los efectos económicos y evitar disrupciones en los mercados financieros, la CNBV emitió algunos ajustes temporales en su regulación. Uno de estos ajustes corresponde a los CCE, bajo los cuales se permite diferir parcial o totalmente pagos de capital y de intereses hasta por 4 meses, con posibilidad de extenderlo por 2 meses adicionales, bajo ciertas condiciones. La información presentada en este Recuadro sugiere que la implementación de los CCE ha resultado importante para aminorar efectos temporales potenciales en la evolución de la cartera de crédito del sistema financiero. Asimismo, permite que los acreditados de la banca puedan afrontar de mejor manera el choque temporal generado por la pandemia, y al conservar su historial crediticio y reanudar el pago de sus adeudos podrán mantener el acceso futuro al crédito.

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

El riesgo de mercado de la banca, medido a través del CVaR de mercado al 99.9% de confianza como proporción del capital neto registró una disminución importante durante el segundo trimestre del año pasando de 6.22% en marzo de 2020 a 3.69% en junio de 2020 (Gráfica 62). Lo anterior como resultado de ajustes en las posiciones de los bancos para hacer frente a la volatilidad de las variables de mercado registrada en el periodo y, mantener así los niveles de riesgo de mercado.¹⁴

Por su parte, después de haber registrado minusvalías en sus inversiones, a mayo de 2020 las Siefores registraron rendimientos acumulados positivos. Cabe mencionar que la reducción en el empleo formal, resultante de la actual contingencia sanitaria, se ha visto reflejada tanto en un menor dinamismo en las aportaciones realizadas por los trabajadores a sus fondos de retiro, como en un aumento en los retiros por desempleo. Así, durante el segundo trimestre de 2020 se presentaron retiros por desempleo de alrededor de 5 mil millones de pesos, lo que representó el 7.5% de las aportaciones depositadas en las Siefores, porcentaje superior al observado en el primer trimestre de 2020 (3.3%). Cabe señalar que, a finales de julio, la Secretaría de Hacienda y Crédito Público anunció una propuesta de ajustes al actual sistema de pensiones, la cual está en vías de ser enviada al Congreso para su discusión.¹⁵

Gráfica 62
Valor en Riesgo Condicional al 99.9% para el Riesgo de Mercado de la Banca
 Por ciento del capital neto



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

Con respecto a los fondos de inversión, en el primer semestre de 2020 no se observaron minusvalías significativas a nivel sistema. No obstante, tanto en el mes de marzo como en el mes de abril se presentó una elevada volatilidad en los rendimientos de los fondos de renta fija y de renta variable, la cual se atenuó a partir de mayo. En cuanto a las redenciones, los fondos de renta fija experimentaron flujos de entrada durante marzo y abril, mientras que en los de renta variable se observaron flujos de salida durante esos meses, con una recuperación a partir de mayo, que compensó casi por completo los flujos de salida observados desde marzo. A nivel sistema, se observa un flujo acumulado neto positivo por 35.6 mil millones de pesos en el primer semestre de 2020.

¹⁴ Cabe señalar que el CVaR, al ser un indicador que se estima bajo las condiciones históricas observadas, constituye una referencia y no un pronóstico respecto a las pérdidas potenciales que podrían observarse en los portafolios de mercado bajo la coyuntura actual.

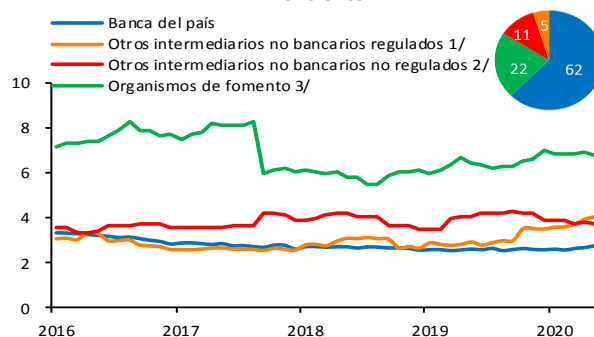
¹⁵ En la sección 2.2.3. Condiciones de Financiamiento de la Economía, se describieron algunos detalles sobre la propuesta para reformar al

Sistema de Ahorro para el Retiro. Nótese que esta propuesta, en términos generales, está orientada a que una mayor cantidad de trabajadores al final de su vida laboral obtenga una mejor pensión para su retiro.

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

El financiamiento total al sector privado no financiero otorgado por entidades y empresas financieras no bancarias del país, reguladas y no reguladas, se aceleró ligeramente durante el primer trimestre del año.¹⁶ La morosidad de la cartera de crédito originada por algunos intermediarios no bancarios, regulados y no regulados, se ha venido incrementando desde principios del año¹⁷ y podría observarse un mayor deterioro debido a los efectos que la prolongación de la contingencia sanitaria pueda tener en la capacidad financiera de los acreditados (Gráfica 63). Al respecto, y como se señaló en el Informe previo, las autoridades financieras han establecido medidas temporales de flexibilidad regulatoria para facilitar que algunas de las entidades no bancarias¹⁸ continúen con el otorgamiento de crédito durante la contingencia sin que sus balances financieros se vean afectados severamente por un deterioro en la calidad de sus portafolios crediticios y en consecuencia les implique un mayor gasto en provisiones crediticias. Es importante resaltar que el riesgo de la banca múltiple por los créditos otorgados a estas entidades no bancarias está acotado debido a la baja participación dentro de su cartera crediticia total, además de que el nivel de morosidad de dicha cartera se mantiene estable y en niveles bajos.

Gráfica 63
Morosidad de la Cartera de Crédito Total
Por ciento



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

2/ Incluye: sofomes no reguladas, la de empresas financieras que otorgan preponderantemente crédito como parte del giro del negocio, tales como arrendadoras financieras o algunos brazos financieros de empresas automotrices y el saldo total de las tarjetas de crédito no bancarias.

3/ Incluye: Infonavit, Fovissste e Infonacot.

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

Con respecto a los riesgos asociados a empresas privadas no financieras listadas en bolsa, la información disponible al segundo trimestre de 2020 mostraba un aumento en su apalancamiento, a la vez que su capacidad para servir su deuda disminuyó (Gráfica 64). Lo anterior debido a que las empresas registraron caídas en sus ingresos como consecuencia de las restricciones a la movilidad de las personas y los cierres de sectores denominados no esenciales como medidas para contener los contagios por la pandemia de COVID-19.¹⁹ Además, el mayor endeudamiento bancario que asumieron las

¹⁶ Al cierre del primer trimestre del año, este financiamiento ascendió a 1.26 billones de pesos, representando un 10.1% del financiamiento total que recibe el sector privado no financiero. Cabe mencionar que durante el periodo de referencia el crecimiento de este financiamiento registró una tasa real anual del 3.8%, 0.9 puntos porcentuales por arriba del crecimiento real anual observado al cierre de 2019. El crecimiento se explica principalmente por el observado en la cartera a empresas otorgada por sofomes no reguladas que resultó de 9% anual en términos reales.

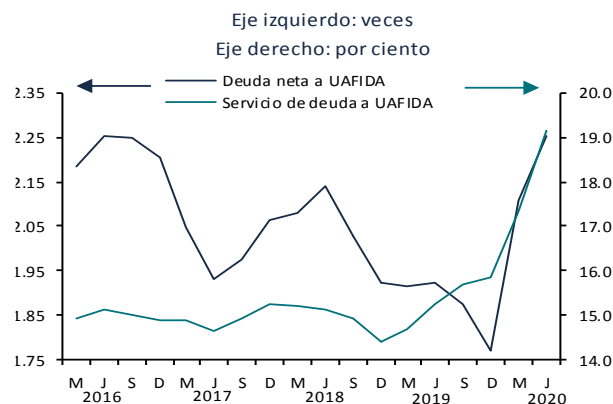
¹⁷ En particular, en mayo de 2020 la morosidad de los intermediarios no bancarios regulados alcanzó un nivel de 4.1%, nivel no observado desde el primer trimestre de 2016.

¹⁸ Las medidas especiales son aplicables a las uniones de crédito, sofipos, socaps y sofomes reguladas.

¹⁹ La caída en los ingresos y flujo operativo de las empresas listadas fue más pronunciada en aquellas que pertenecen a los sectores de servicios (hoteles, restaurantes, centros comerciales, entretenimiento), transporte aéreo y tiendas departamentales, así como aquellas que pertenecen al sector industrial y de construcción.

empresas durante el primer trimestre con el fin de mantener niveles adecuados de liquidez también contribuyó al deterioro de los indicadores anteriores. Así, tres empresas listadas del sector hotelero, aeronáutico y comercio minorista incumplieron en el pago de intereses de su deuda y a otras les redujeron su calificación crediticia. No obstante, las exposiciones crediticias de la banca múltiple y de desarrollo con las empresas más afectadas son reducidas. Hacia adelante, será relevante dar seguimiento a la liquidez y solvencia de las empresas más expuestas a la coyuntura actual y evaluar posibles incumplimientos crediticios con las entidades financieras del país.

Gráfica 64
Endeudamiento y Servicio de Deuda de las Empresas Privadas No Financieras Listadas

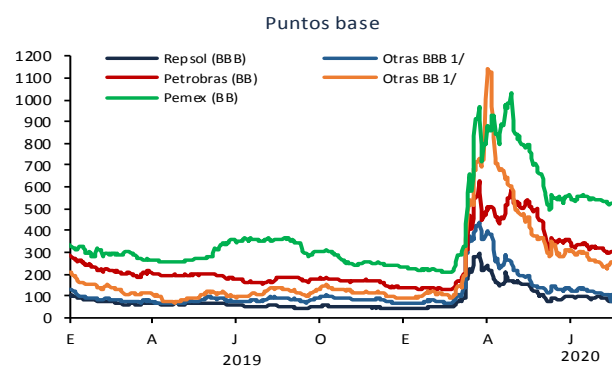


Con información financiera reportada a la BMV al cierre del segundo trimestre de este año, los ingresos de Pemex disminuyeron por dos factores. Por un lado, se registró una importante caída en los precios del petróleo en marzo y abril aunque esta se revirtió parcialmente a partir de mayo. Por otro lado, la producción petrolera de la empresa se redujo en mayo y junio tras los acuerdos de México con la OPEP, así como por la menor demanda interna de combustibles en ese mismo periodo asociada a las medidas para enfrentar la contingencia sanitaria. No obstante, Pemex mostró una pérdida neta trimestral de 44 mil millones de pesos; menor a la registrada en

el mismo periodo del año anterior por menores gastos de operación, menores impuestos y derechos pagados por la empresa a pesar de que el gasto de inversión aumentó. En cuanto a su nivel de deuda, destaca la reducción en sus pasivos con proveedores en un 22% y el aumento en sus pasivos laborales en un 17% respecto al trimestre anterior. Además, la proporción de deuda que vence dentro de los próximos 12 meses aumentó ligeramente. Con cifras de los estados financieros al segundo trimestre de 2020, Pemex enfrenta vencimientos de deuda financiera y arrendamientos en un año por 348 mil millones de pesos, equivalente a un 13.6 por ciento de su deuda total. Casi la mitad de estos vencimientos corresponden a créditos bancarios y el resto a pasivos bursátiles.

El considerable incremento que registró el precio del swap de incumplimiento crediticio (CDS) a un plazo de 5 años, durante marzo y abril se revirtió parcialmente durante mayo, y aunque se mantiene en niveles superiores a los observados en febrero, este se estabilizó a partir de junio (Gráfica 65), si bien en niveles 200 puntos base por encima del nivel observado en otras empresas petroleras de calificación similar.

Gráfica 65
Costo de la Cobertura Crediticia Medida por el CDS de la Deuda Emitida por Pemex y Empresas Petroleras con Calificación BB y BBB



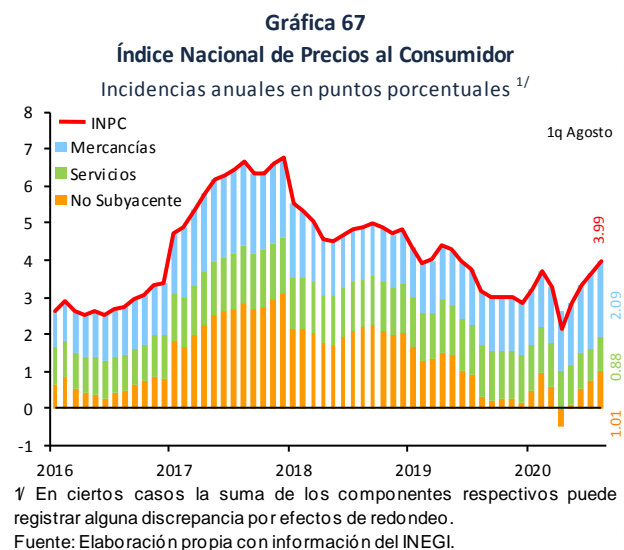
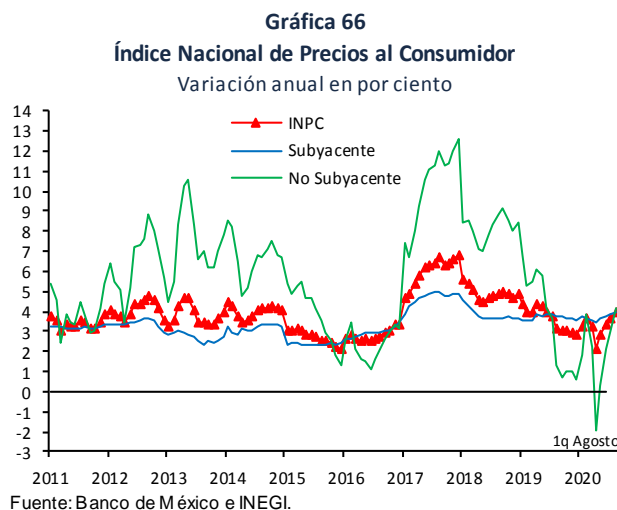
1/ Se consideraron 7 petroleras con una calificación crediticia de BBB (Andeavor, Apache, Canadian Natural Resources, Eni, Halliburton, Repsol y Valero Energy) y 6 con una calificación de BB (Anadarko, Devon Energy, Encana, Hess, Nabors, y Petrobras). Los promedios corresponden al promedio simple de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

Fuente: Markit.

3. Evolución Reciente de la Inflación

3.1. La Inflación en el Segundo Trimestre de 2020

El comportamiento de la inflación en el trimestre que se reporta refleja presiones tanto a la baja como al alza derivadas de los choques ocasionados por la pandemia de COVID-19 y las medidas adoptadas para evitar su propagación. En particular, los precios de los energéticos exhibieron disminuciones considerables en abril, que llevaron a que el componente no subyacente registrara variaciones anuales negativas por primera vez desde que se tiene registro. Por su parte, las variaciones anuales de los precios de distintos servicios, como los turísticos y los de alimentación, se redujeron como consecuencia de las medidas de distanciamiento social y de menor movilidad implementadas para contener la propagación de la pandemia. Por otro lado, se observaron presiones al alza sobre los precios de algunos bienes, como ciertos alimentos, medicamentos y productos para el hogar. En suma, la inflación general anual de abril fue la segunda más baja desde que se tiene registro, al alcanzar un nivel de 2.15%. A partir de entonces, la inflación general anual ha venido incrementándose (Gráfica 66 y Cuadro 4). En efecto, los precios internos de los energéticos han subido como reflejo del aumento en sus referencias internacionales, presionando al alza a la inflación no subyacente, al tiempo que la inflación subyacente también se incrementó. Al interior de esta última se observó una notoria recomposición, al registrarse reducciones en las variaciones anuales de los precios de los servicios, las cuales contrarrestaron parcialmente los aumentos en las correspondientes a las mercancías (Cuadro 4 y Gráfica 67). De esta forma, si bien la inflación general anual disminuyó de un promedio de 3.39 a 2.77% entre el primer y el segundo trimestre, a lo largo del segundo exhibió incrementos, pasando del 2.15% de abril ya mencionado, a 2.84 y 3.33% en mayo y junio, ubicándose en 3.62% en julio y en 3.99% en la primera quincena de agosto.



Las presiones que ha sufrido la inflación subyacente a partir de estos choques han sido particularmente pronunciadas. Para ilustrar lo anterior, la Gráfica 68 muestra las variaciones mensuales desestacionalizadas de distintos subíndices de la inflación subyacente para cada uno de los meses de 2020, desde abril hasta julio y la primera quincena de agosto. Estas variaciones se comparan con el promedio de las variaciones que para esos mismos subíndices se han observado en los respectivos meses entre 2010 y 2019. Para facilitar la lectura, se

muestran en amarillo los subíndices de distintos grupos de mercancías alimenticias, bebidas y tabaco; en rosa, los correspondientes al resto de mercancías, y en verde los servicios. Se puede apreciar lo siguiente:

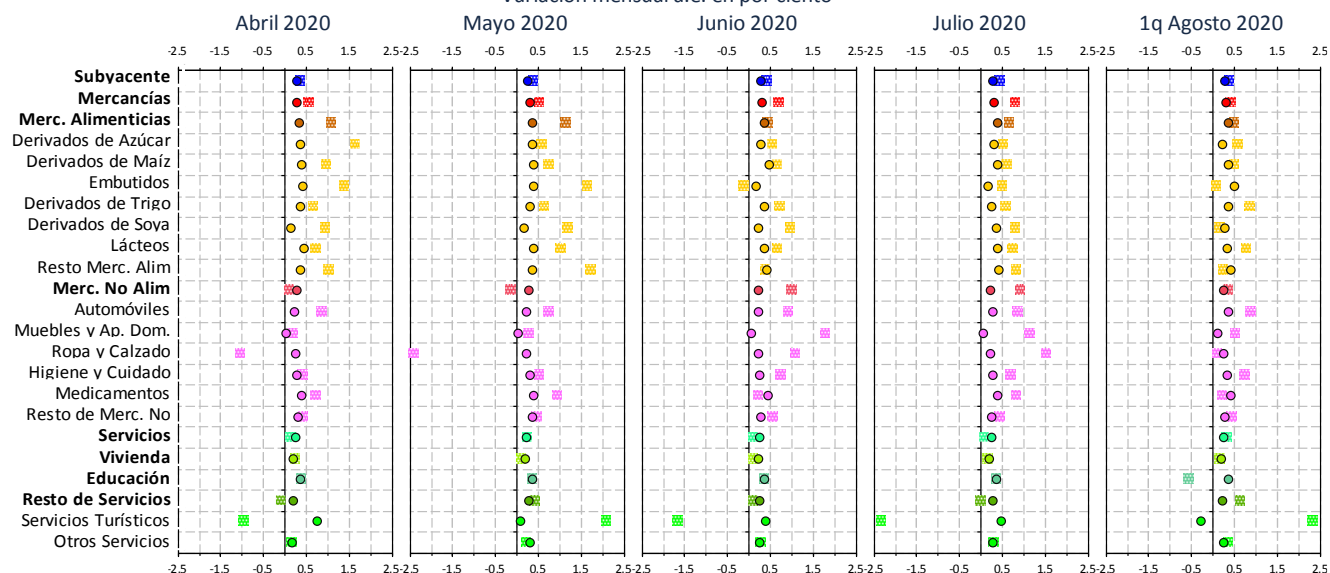
- En abril, cuando comenzaron a ser más evidentes los efectos de la pandemia sobre la inflación subyacente, las variaciones mensuales ajustadas por estacionalidad de todos los subíndices presentados de las mercancías alimenticias se ubicaron notoriamente por encima de los promedios históricos, indicando que se estaba materializando un choque al alza. En contraste, en ese mismo mes, si bien algunas mercancías no alimenticias ya mostraban signos de incrementos mayores a los usuales, destacó la pronunciada caída en los precios de la ropa y de los servicios turísticos, al grado que en ese mes la inflación subyacente anual alcanzó su nivel mínimo en el año.
- En mayo, conforme la pandemia continuó avanzando, las variaciones mensuales de los distintos rubros de las mercancías alimenticias se mantuvieron por encima de las históricas, inclusive en algunos casos ampliando la desviación. Al mismo tiempo, se hicieron un poco más notorias las desviaciones de los rubros de las mercancías no alimenticias, si bien para este grupo dominó el choque a la baja del hecho de que se exacerbó la caída en los precios de la ropa.
- Para junio se comenzó a observar cierta reducción en las desviaciones de las variaciones de las mercancías alimenticias, si bien para la mayoría de los agregados reportados sus variaciones se ubicaban todavía por encima de las históricas. En contraste, las correspondientes a las mercancías no alimenticias se ampliaron considerablemente casi de manera generalizada, destacando, por ejemplo los muebles y aparatos domésticos; al tiempo que la ropa comenzó a

revertir sus reducciones de precios. Por el lado de los servicios, al contrario que las mercancías, en ese mes fueron más evidentes las presiones a la baja, destacando nuevamente los servicios turísticos, al tiempo que la vivienda también exhibía cierta desviación a la baja.

- En julio continuaron observándose desviaciones al alza en las variaciones mensuales desestacionalizadas de los rubros de las mercancías alimenticias, si bien más moderadas que el inicio de la pandemia, así como desviaciones también generalizadas y más notorias que al principio de la crisis sanitaria en el caso de las mercancías no alimenticias, al tiempo que en los servicios volvían a presentarse reducciones atípicas en los precios de los servicios turísticos.
- Finalmente, para la primera quincena de agosto algunos rubros comienzan a mostrar variaciones más cercanas a las usuales, inclusive en algunos casos por debajo del promedio histórico, si bien otros aún exhiben desviaciones al alza importantes tanto en los renglones de las mercancías alimenticias como en aquellos de las no alimenticias. Con los datos de esta quincena, es evidente el choque a la baja que se observó en los precios de la educación, en el contexto de la pandemia.

El hecho de que la inflación haya estado sujeta a importantes presiones tanto a la baja como al alza, ha provocado que la dispersión en las variaciones de los precios que la componen se haya incrementado, como se muestra en el Recuadro 5. Esto a su vez, parecería estar incidiendo en que también se observe una mayor dispersión en las expectativas de inflación de corto plazo. Al respecto, cabe destacar que otros países también se han visto sujetos a las distintas presiones sobre los precios derivadas de la pandemia de COVID-19, como se muestra en el Recuadro 6.

Gráfica 68
Inflación Subyacente y Componentes
 Variación mensual a.e. en por ciento



● Promedio 2010-2019

■ Dato Mensual

a.e. cifras ajustadas por estacionalidad

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

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

	2019		2020						
	IV	I	II	Marzo	Abril	Mayo	Junio	Julio	1q Agosto
INPC	2.94	3.39	2.77	3.25	2.15	2.84	3.33	3.62	3.99
Subyacente	3.64	3.66	3.62	3.60	3.50	3.64	3.71	3.85	3.93
Mercancías	3.66	3.86	4.37	3.83	4.11	4.30	4.69	5.19	5.32
Alimentos, Bebidas y Tabaco	4.56	5.05	6.32	5.05	5.78	6.58	6.59	6.89	7.02
Mercancías No Alimenticias	2.71	2.60	2.29	2.54	2.34	1.88	2.66	3.38	3.50
Servicios	3.63	3.45	2.81	3.35	2.84	2.93	2.65	2.40	2.43
Vivienda	2.91	2.94	2.67	2.93	2.86	2.67	2.49	2.38	2.29
Educación (Colegiaturas)	4.73	4.61	4.51	4.58	4.57	4.51	4.45	4.31	3.26
Otros Servicios	4.04	3.66	2.57	3.47	2.47	2.83	2.42	2.02	2.37
No Subyacente	0.86	2.60	0.17	2.19	-1.96	0.35	2.16	2.92	4.18
Agropecuarios	1.94	6.33	8.67	9.96	8.52	9.79	7.69	5.55	7.96
Frutas y Verduras	-1.69	7.32	13.41	13.47	9.35	17.83	13.14	8.43	12.95
Pecuarios	5.13	5.45	4.86	7.00	7.83	3.36	3.45	3.26	4.01
Energéticos y Tarifas Aut. por Gobierno	0.09	-0.03	-5.97	-3.13	-9.35	-6.51	-1.90	0.95	1.40
Energéticos	-1.83	-2.04	-10.47	-6.36	-15.20	-11.34	-4.57	-0.41	0.12
Gasolina	-0.46	-1.54	-16.98	-8.61	-23.63	-17.48	-9.77	-4.92	-4.88
Gas doméstico L.P.	-9.20	-6.53	-0.64	-7.59	-5.99	-2.32	6.91	12.27	15.00
Tarifas Autorizadas por Gobierno	4.97	4.97	4.55	4.98	4.81	4.65	4.17	4.01	4.24
Indicador de Media Truncada ^{1/}									
INPC	3.24	3.19	3.15	3.10	2.89	3.15	3.41	3.69	3.75
Subyacente	3.68	3.63	3.58	3.60	3.56	3.57	3.60	3.71	3.74

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

Fuente: Banco de México e INEGI.

Recuadro 5. Mayor Volatilidad en la Inflación y sus Expectativas en el Contexto de la Pandemia de COVID-19

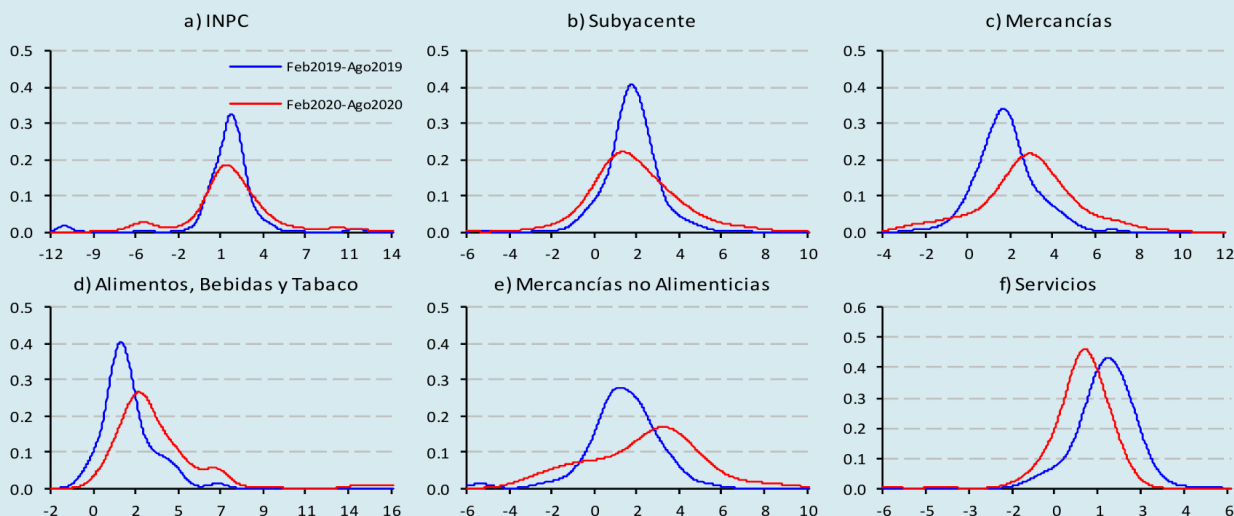
1. Introducción

En el contexto de la pandemia de COVID-19 algunos componentes de la inflación se han visto presionados al alza, mientras que otros lo han hecho a la baja induciéndose así importantes cambios de precios relativos. Esto, debido a los distintos choques que se han enfrentado, como una mayor demanda por algunos bienes en el contexto del confinamiento, al tiempo que se observa una menor demanda por diversos servicios y una mayor holgura en la economía nacional e internacional; así como la depreciación del tipo de cambio y choques de oferta como las posibles interrupciones en las cadenas de producción, e incrementos en los costos de producción y distribución al implementarse medidas para evitar el contagio. Así, en este Recuadro se muestra cómo el hecho de que se estén presentando presiones en distintas direcciones ha ocasionado una mayor dispersión en el comportamiento de los distintos genéricos que componen a la inflación y sus principales subíndices. Esto, a su vez, ha incrementado la incertidumbre alrededor de la posible trayectoria que la inflación tenga hacia adelante, generando mayor dispersión en las expectativas de inflación para el corto plazo.

2. Mayor volatilidad de la inflación

En la Gráfica 1 se presentan las funciones de densidad de probabilidad de la inflación acumulada de febrero a agosto, periodo en el que se ha venido enfrentando la pandemia, de cada uno de los bienes y servicios (genéricos) de los componentes del INPC. Como se puede observar, para la inflación general la función de densidad muestra una mayor dispersión de la que se registró el año anterior, lo cual también es el caso para la inflación subyacente. Es decir, en 2020 se han presentado más genéricos con variaciones extremas (tanto positivas como negativas) que en 2019. Dentro de los componentes de la inflación subyacente, esto se debe principalmente a que la función de densidad de las variaciones de precios de los servicios se ha desplazado a la izquierda (menores variaciones) mientras que la de mercancías se ha movido a la derecha (mayores variaciones). Al interior de las mercancías, las alimenticias muestran un claro desplazamiento a la derecha, pero también con una cola derecha más larga; en tanto que en la distribución de las no alimenticias ambas colas son más pesadas y más largas. Esto último puede atribuirse, en términos generales, a que mientras los genéricos del grupo de ropa, calzado y accesorios han presentado variaciones negativas en el periodo analizado, en buena medida en el resto se han dado incrementos significativos.

Gráfica 1
Funciones de Densidad Ponderadas de Variaciones de Precios de Febrero a Agosto^{1/}
 Cifras en por ciento^{2/}

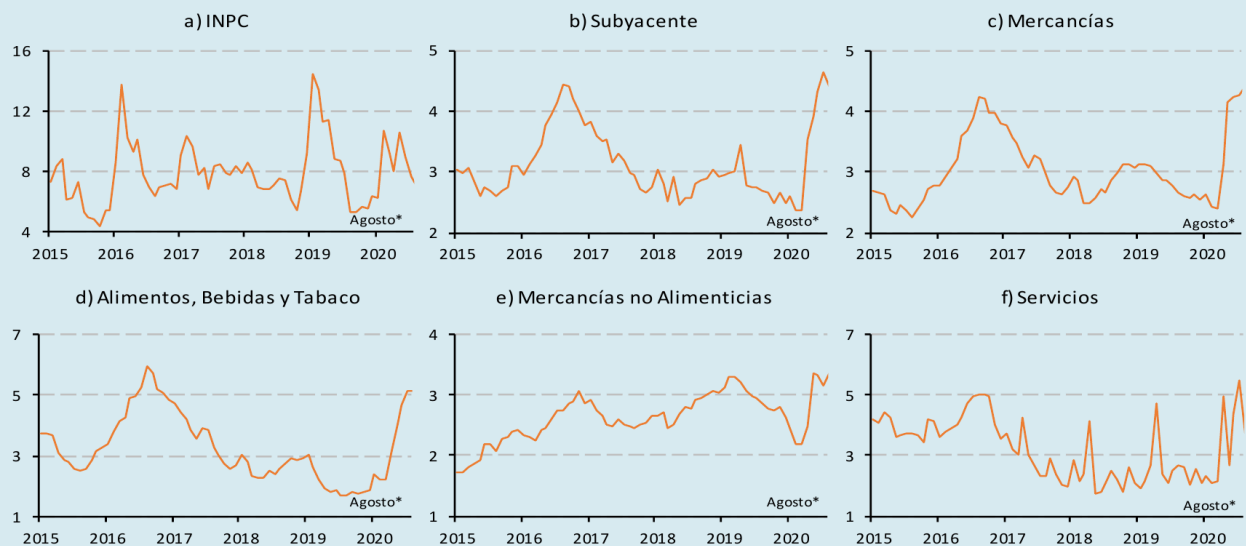


^{1/} Se construye la inflación acumulada de febrero a agosto de 2019 y de febrero a la primera quincena de agosto de 2020 de cada genérico en el INPC y posteriormente se obtiene la función de densidad de cada grupo de acuerdo a los genéricos correspondientes. La función se obtiene utilizando un kernel de la distribución normal.

^{2/} En el eje horizontal se indica la inflación acumulada y en el vertical la densidad de probabilidad.

Fuente: Banco de México.

Gráfica 2
Desviación estándar de la variación anual de los genéricos que componen cada grupo del INPC^{1/}



^{1/} Se construye la inflación anual de cada genérico en el INPC y posteriormente se obtiene la desviación estándar de los componentes de cada índice y subíndice.

* Información a la primera quincena de agosto

Fuente: Banco de México.

En la Gráfica 2 se muestra la desviación estándar de las variaciones anuales de los genéricos que componen al INPC y sus distintos subíndices. Se puede apreciar que para el grupo subyacente se ha presentado un aumento notorio, principalmente por el comportamiento de las mercancías. El incremento que se observa en las mercancías alimenticias sugiere, como ya era posible apreciar en la Gráfica 1, que si bien el aumento en precios se ha presentado en un amplio rango de productos, la magnitud de sus aumentos muestra heterogeneidad. A su vez, el aumento en la volatilidad de las mercancías no alimenticias refleja, como se señalaba también, el hecho de que mientras que los genéricos asociados principalmente a la ropa, calzado y accesorios han presentado caídas en sus precios respecto a los niveles previos a la pandemia, otros han registrado importantes incrementos.

3. Expectativas de inflación

El comportamiento de las expectativas de inflación es un factor importante a considerar en la conducción de la política monetaria, dado que su fin último es procurar un ambiente de estabilidad de precios. En particular, las expectativas de inflación inciden sobre la inflación observada ya que los ajustes en precios que efectúan los agentes económicos dependen, en buena medida, de la inflación que esperan prevalezca en el futuro. Ello se traduce en que, si las expectativas de inflación están ancladas, los choques que pudiera experimentar la inflación, tendrían un efecto transitorio sobre su nivel futuro.

Como se mencionó, recientemente la inflación ha registrado presiones, tanto al alza como a la baja, asociadas a los choques derivados de la pandemia de COVID-19 y a las medidas adoptadas para evitar su propagación. Ello ha incrementado la incertidumbre relacionada con la evolución de los precios, lo que podría verse reflejado en una mayor dispersión de las expectativas de inflación. En particular, esta incertidumbre se traduce en que las respuestas de los analistas encuestados sobre el comportamiento esperado de la inflación difieren en mayor medida entre ellos, y respecto a sus previsiones anteriores.

En este contexto, analizar el comportamiento de la dispersión asociada a las expectativas de inflación es un elemento de especial relevancia para la conducción de la política monetaria. En particular, se estudian las respuestas provenientes de la encuesta que levanta el Banco de México entre analistas del sector privado, tanto general como subyacente, en el corto y largo plazos. Así, para medir la dispersión de las expectativas se utiliza la desviación estándar calculada sin los valores atípicos de la distribución.¹

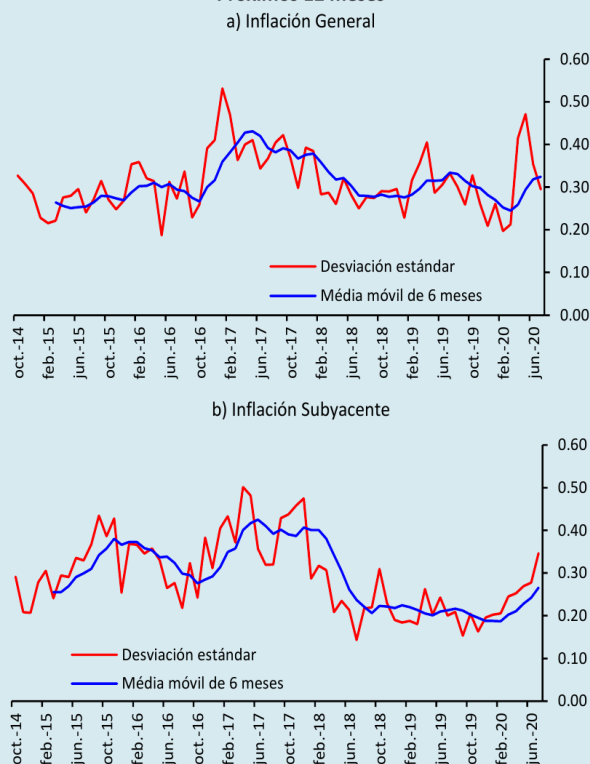
Para el corto plazo, se analiza la dispersión asociada a las expectativas de inflación en los próximos 12 meses, ya que reflejan mejor la incertidumbre al mantenerse constante el número de periodos que se pronostican. Por el contrario, los pronósticos para los cierres de año podrían presentar una reducción de la dispersión, independientemente del contexto, al reducirse secuencialmente el número de periodos que se pronostican. En el caso de la inflación general, la dispersión de las expectativas de

¹ Para establecer los datos atípicos menores, se considera el punto determinado por el primer cuartil menos 1.5 veces el rango intercuartílico, es decir, Q1- (1.5 x IQ). Aquellas observaciones que se encuentren por debajo de este valor se consideran atípicas. Por otra parte, para determinar los datos atípicos mayores, se considera el tercer cuartil más 1.5 veces el rango intercuartílico, es decir, Q3+ (1.5 x IQ).

Aquellos datos que son mayores a este valor se consideran atípicos. Véase el Recuadro *Evolución de las Expectativas de Inflación de Largo Plazo*, publicado en el Informe Trimestral Octubre – Diciembre 2018, Recuadro 6, pp. 69-73, Febrero 2019.

inflación para los próximos 12 meses registró un aumento importante entre marzo y mayo de este año, y se mantiene aún en niveles elevados. Por su parte, las medidas de dispersión asociadas a las expectativas de inflación subyacente han registrado una trayectoria creciente durante todo 2020, si bien esta ha sido más marcada en el último mes. No obstante los incrementos recientes, la dispersión actual es menor que la observada en episodios previos (Gráfica 3).

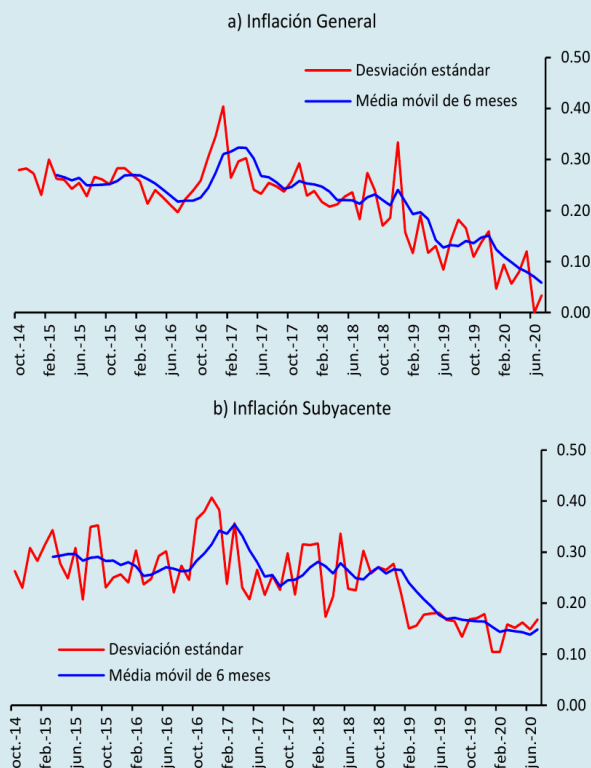
Gráfica 3
Desviación Estándar de las Expectativas de Inflación para los Próximos 12 meses



Fuente: Cálculos propios con información de la encuesta sobre las expectativas de los especialistas en economía del sector privado que levanta el Banco de México.

Finalmente, la dispersión de las expectativas de inflación general para el largo plazo -próximos 5 a 8 años- ha disminuido desde principios de año, e incluso no presentaron dispersión en la encuesta correspondiente a junio al excluir valores atípicos. A su vez, la dispersión asociada a las expectativas correspondientes al componente subyacente ha permanecido relativamente estable y en niveles bajos desde 2019. Si bien lo anterior es compatible con un anclaje de las expectativas de inflación de largo plazo, estas se han mantenido en 3.5%, nivel por encima del objetivo de inflación de 3.0% (Gráfica 4).

Gráfica 4
Desviación Estándar de las Expectativas de Inflación para los Próximos 5 a 8 años



Fuente: Cálculos propios con información de la encuesta sobre las expectativas de los especialistas en economía del sector privado que levanta el Banco de México.

4. Consideraciones Finales

Los choques en distintas direcciones que ha enfrentado la inflación como resultado de la pandemia de COVID-19 se han traducido en variaciones más acentuadas, tanto al alza como a la baja, de distintos genéricos que componen al INPC y sus principales subíndices. En particular, el componente subyacente ha registrado una dispersión considerablemente mayor con relación a niveles previos a la pandemia. En particular, la variación anual del componente de mercancías alimenticias muestra tanto incrementos en los precios de un amplio rango de productos, como una elevada heterogeneidad. Por su parte, el componente de servicios ha registrado una menor inflación, si bien con mayor dispersión en sus componentes. En este sentido, dicho comportamiento se ha visto reflejado en una mayor dispersión en las previsiones de los analistas alrededor de la trayectoria futura de la inflación en el corto plazo, especialmente en torno al componente subyacente. Cabe señalar que el ajuste en precios relativos, que la economía nacional ha experimentado como consecuencia de los choques asociados a la pandemia, es similar al que se ha observado en otras economías (ver Recuadro 6 de este Informe).

Recuadro 6. Evolución de la Inflación en Distintos Países en el Contexto de la Pandemia de COVID-19

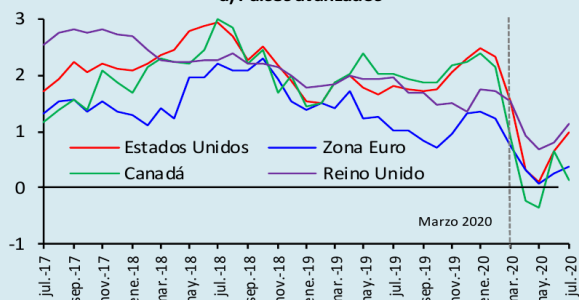
1. Introducción

La pandemia de COVID-19 y las medidas implementadas para su mitigación han tenido efectos importantes sobre la dinámica de la inflación de distintos países. Así como en México, en otras economías también se han observado presiones tanto al alza como a la baja en distintos componentes de los índices de precios al consumidor. En varios casos, el cambio en precios relativos implícito ha sido similar al observado en México. En este contexto, como se muestra en este Recuadro, para varias economías avanzadas y un grupo de economías latinoamericanas, se ha observado una divergencia en el comportamiento de algunos de los componentes de la inflación, dificultando la lectura sobre la tendencia que podría seguir la inflación hacia delante.

2. Evolución reciente de los indicadores de inflación en diversos países

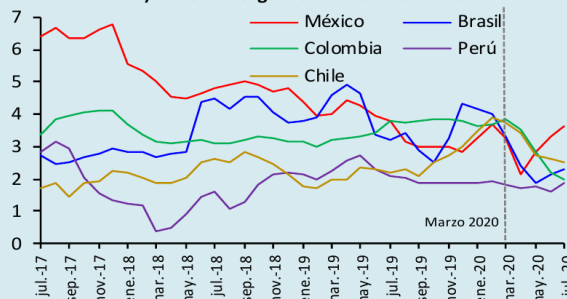
La Gráfica 1 presenta la evolución que ha tenido la inflación general anual, medida como la variación en el índice de precios al consumidor, en un grupo de economías avanzadas -Estados Unidos, zona del euro, Canadá y Reino Unido- y en un grupo de economías latinoamericanas, además de la mexicana -Brasil, Colombia, Perú y Chile-. Se puede observar en las avanzadas cómo su inflación se redujo al propagarse de manera notoria el virus que causa COVID-19, a partir de marzo de 2020. Las economías emergentes, por su parte, han presentado un comportamiento más heterogéneo, pero también en general han mostrado una disminución en el periodo de la crisis sanitaria. Esta reducción en la inflación general anual se puede asociar, en buena medida, al choque global de la disminución en las referencias internacionales de los precios de los energéticos (Gráfica 2).

Gráfica 1
Precios al Consumidor: General
Variaciones anuales en por ciento
a) Países avanzados



¹ Este indicador incluye electricidad; gas; combustibles y lubricantes para transporte personal; y otros combustibles. La caída es más pronunciada si se consideran únicamente combustibles.

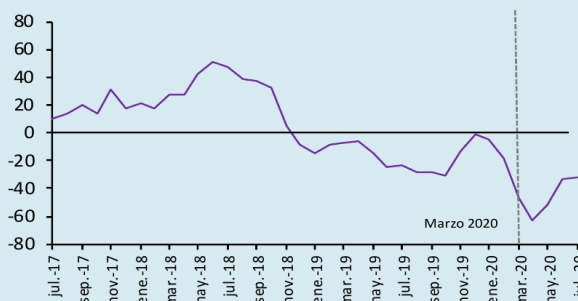
b) Países emergentes latinoamericanos



Fuente: Elaborado por Banco de México con información de Haver Analytics.

Gráfica 2

Índice de Precios de Energéticos del FMI^{1/}
Variaciones anuales en por ciento



^{1/} Incluye Petróleo Crudo, Gas Natural, Carbón, y Propano.

Fuente: Elaborado por Banco de México con información del Fondo Monetario Internacional.

En efecto, como se aprecia en la Gráfica 3a la reducción en los precios de los energéticos del índice de precios al consumidor de las economías avanzadas fue súbita y pronunciada. ¹ También se dio una reducción en los correspondientes a las emergentes, si bien en menor medida. A la menor reducción puede haber contribuido, en parte, el hecho de que los tipos de cambios de estos países (Gráfica 4) se depreciaron de manera importante ante el choque financiero que ocasionó la crisis sanitaria, contrarrestando parcialmente de la disminución en los precios internacionales de los energéticos.

En contraste con lo observado en los precios de los energéticos, los precios de los alimentos (procesados y no procesados) se han incrementado en los países analizados (Gráfica 3b), como consecuencia de un tipo de cambio más depreciado –en particular en los emergentes–, una mayor demanda relativa de los consumidores en el contexto del confinamiento y, posiblemente, de algunos choques de oferta como disrupciones en las cadenas de producción y distribución. Estas presiones al alza son particularmente pronunciadas para el caso de Estados Unidos, aunque también son evidentes en el caso de Canadá y el Reino

Unido, donde más recientemente parecen estarse revirtiendo. Entre las economías emergentes latinoamericanas consideradas destacan sobre todo los casos de Brasil y Colombia, que alcanzaron los mayores niveles de inflación anual en este rubro respecto al resto de las economías del grupo. Las presiones al alza en los alimentos además inciden en mayor medida en la inflación de las economías emergentes que en las avanzadas, dada la mayor ponderación que tienen sobre el índice general. Esto es especialmente notorio para el caso de México, donde la ponderación de los alimentos es particularmente elevada. En efecto, en tanto que para Estados Unidos, el Reino Unido y Canadá, los alimentos (procesados y no procesados) tienen un peso de 7.2, 7.9 y 11.3% respectivamente, para Colombia es de 15.1%, para Chile es de 19.3% y para México alcanza 25.8%.²

Los energéticos y los alimentos son dos categorías en las que se observaron presiones importantes en el contexto de la pandemia en direcciones opuestas. En general, son dos grupos que pueden considerarse particularmente volátiles, por lo que es de utilidad analizar el comportamiento de la inflación de los países excluyendo ambos.³ En la Gráfica 3c se puede apreciar que este agregado presenta un comportamiento menos volátil que el de la inflación general. No obstante, entre las economías avanzadas, destaca la disminución que se ha observado en Estados Unidos en el periodo de la pandemia. Esto responde a que ha experimentado importantes presiones a la baja en los servicios -en particular los asociados al turismo-, derivado de las medidas de distanciamiento y menor movilidad; al tiempo que algunas mercancías, en particular la ropa y calzado, también han registrado caídas en sus precios significativas que han influido de manera importante en el comportamiento de la inflación agregada, a pesar de que se han observado incrementos en los precios de otras mercancías, como en los electrodomésticos. Aunque en menor medida, en Canadá también se ha notado una

reducción en su inflación sin alimentos y energéticos, por razones similares. En contraste, se ha observado mayor estabilidad para la Zona del Euro y Reino Unido para esta medida que excluye energéticos y alimentos. En cuanto a los países emergentes, se observan disminuciones marcadas en Brasil y Colombia en el contexto de la pandemia. Estas disminuciones, asimismo, responden a caídas en los precios de los servicios y de las mercancías y, en el caso de Colombia, también debido a los alivios de precios que implementaron las autoridades.⁴ La inflación de México en esta medida también presenta una disminución en el periodo de la pandemia, si bien menos notoria que la de los dos países anteriormente mencionados. En el caso de nuestro país, si bien también se han observado disminuciones en los precios de los servicios, las mercancías han mostrado presiones importantes al alza -a pesar de la reducción que también se observó en ropa y calzado-, posiblemente asociadas a distintos choques, como la recomposición del gasto de los hogares, incrementos en costos de producción o el efecto directo de la depreciación del tipo de cambio, considerando que la economía mexicana es más abierta que el resto de las latinoamericanas aquí mencionadas.

De manera relacionada, cabe señalar que las presiones a la baja en los servicios derivadas de la pandemia tienen un mayor impacto sobre la inflación de las economías avanzadas que de las emergentes, por la distinta distribución de sus ponderadores. En efecto, mientras que para Estados Unidos, Reino Unido y Canadá los servicios pesan 64.1, 58.6 y 50.8%, respectivamente, para Chile el ponderador es de 43.6%, para Colombia de 48.4% y para México se ubica en 42.5%.⁵ Así, para el caso particular de México las presiones al alza se han presentado en rubros con una ponderación alta, en tanto que las presiones a la baja se han observado en rubros con un menor peso, en relación a otros países avanzados e incluso respecto a otros emergentes.

² La base de datos OECD.Stats contiene información homologada para algunos países, incluyendo datos sobre los ponderadores de los índices de precios al consumidor que aquí se reportan.

³ Algunos países tienen como indicadores de inflación subyacente índices de precios que excluyen precisamente energéticos y alimentos (procesados y no procesados). De entre los analizados en este Recuadro, este es el caso para Estados Unidos, Canadá, Zona Euro, Perú y Chile.

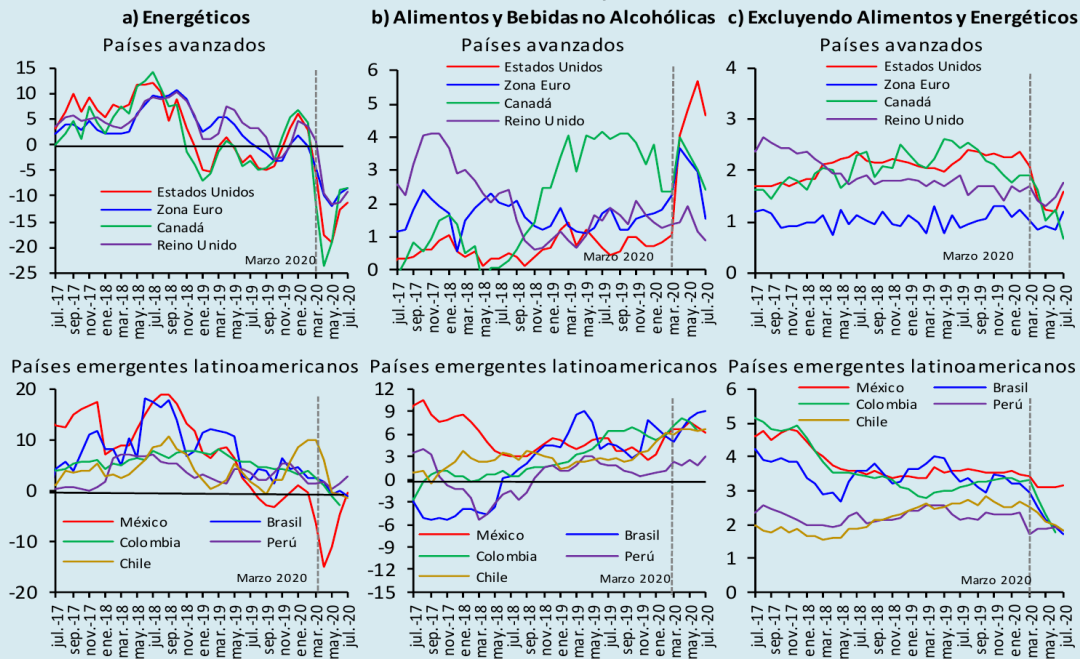
⁴ Estos alivios incluyeron la eliminación o reducción del IVA o impuesto al consumo para algunos bienes y servicios incluyendo productos de salud e higiene personal, planes de celular, pasajes aéreos, servicios de turismo y hoteleros, y consumo en servicios de comida. Destaca también el congelamiento de los cánones de los arriendos y de las tarifas de servicios públicos (que en algunas regiones incluso fueron subsidiadas). Ver Informe de Política Monetaria de Julio de 2020 del Banco de la República.

⁵ Ver nota al pie 2.

Gráfica 3

Precios al Consumidor

Variaciones anuales en por ciento



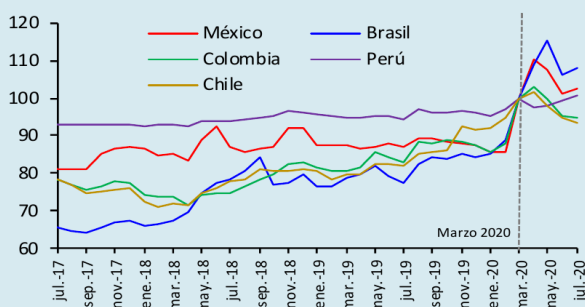
Fuente: Elaborado por Banco de México con información de la OCDE y Haver Analytics.

Gráfica 4

Tipo de cambio (Moneda Local /USD)

Índice marzo 2020=100

Países emergentes latinoamericanos



Fuente: Elaborado por Banco de México con información de Haver Analytics.

3. Consideraciones Finales

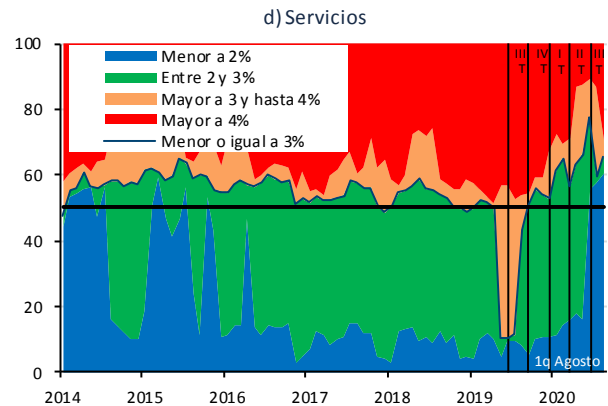
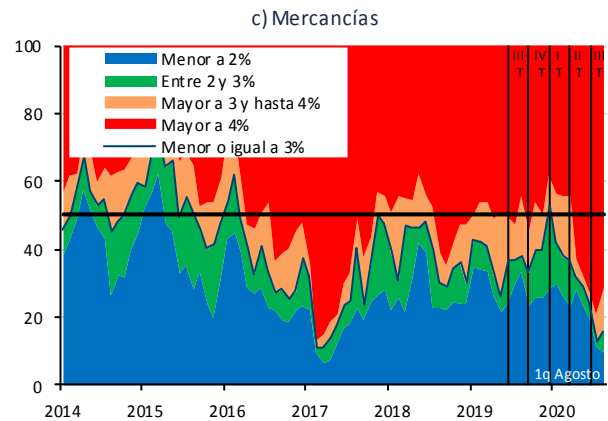
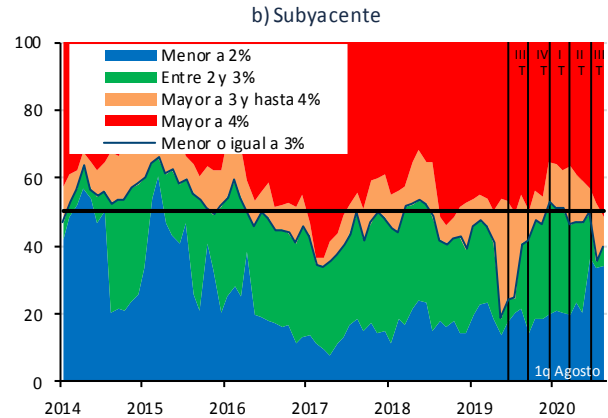
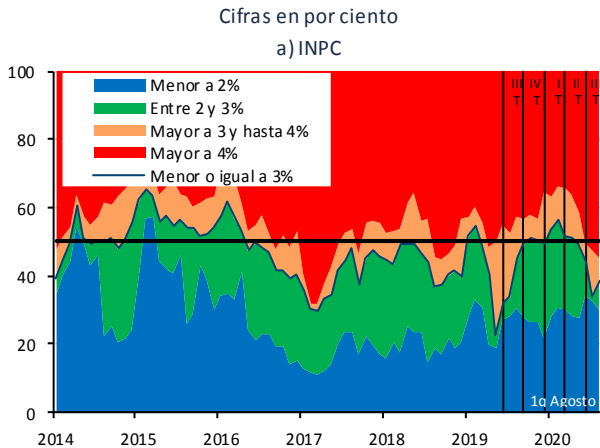
La pandemia de COVID-19 ha tenido implicaciones importantes para el comportamiento de la inflación en los distintos países, con presiones al alza y a la baja que dificultan la lectura y el entendimiento de su posible evolución hacia delante. Mientras que la disminución de los precios de los energéticos a nivel mundial contribuyó a disminuir inicialmente la inflación en distintas economías, en las aquí analizadas también se observaron presiones al alza en los precios de los alimentos. Excluyendo estos componentes, en general se han observado presiones a la baja en los servicios y un comportamiento heterogéneo en las mercancías en los países, ante distintos choques de demanda y de oferta. Algunos de los choques parecerían estarse revirtiendo, como es el caso de los energéticos y de los alimentos en algunos países, de modo que el comportamiento de la inflación hacia delante dependerá de la velocidad con que se vayan desvaneciendo los distintos efectos, de si algunos pudieran resurgir dependiendo de la evolución de la crisis sanitaria y de las medidas de política económica que se vayan implementando.

Para analizar la tendencia y el comportamiento en el margen tanto de la inflación general, como de la subyacente, se presentan varios indicadores. Primero, se calcula la proporción de la canasta del Índice Nacional de Precios al Consumidor (INPC) y del componente subyacente con variaciones mensuales de precios ajustadas por estacionalidad y analizadas dentro de cuatro intervalos: i) genéricos

con variaciones en sus precios menores a 2%; ii) entre 2 y 3%; iii) mayores a 3% y hasta 4%, y iv) mayores a 4%. Asimismo, se muestra el porcentaje de las canastas en dos categorías adicionales: la que tiene variaciones mensuales en sus precios menores o iguales a 3% y la que presenta variaciones mensuales superiores a 3%.

De estas medidas se obtiene que la proporción de la canasta del índice general con variaciones mensuales menores o iguales a 3% (área debajo de la línea azul, Gráfica 69) fue de 53% en el primer trimestre y de 48% en el segundo, ubicándose en 39% en la primera quincena de agosto. En el caso de la canasta del índice subyacente, las proporciones fueron 49 y 48% en dichos trimestres y 40% en la primera quincena de agosto. Al interior del componente subyacente, de manera congruente con la recomposición que se ha observado, destaca la reducción que ha presentado la proporción de la canasta de las mercancías con variaciones de precios menores a 3%, disminuyó de 39 a 28% entre el primer y el segundo trimestre, situándose en 16% en la primera quincena de agosto. En cambio, la proporción para la canasta de servicios aumentó de 61 a 69% en dichos trimestres, si bien se ubicó en 66% en la primera quincena de agosto.

Gráfica 69
Porcentaje de la Canasta del INPC según Rangos de Incremento Mensual Anualizado a. e. ^{1/}
 Cifras en por ciento



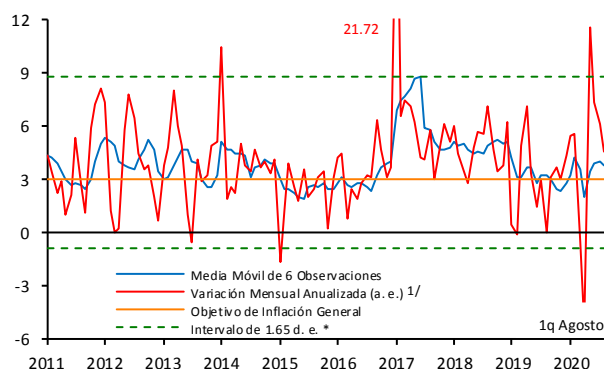
a.e. / Cifras ajustadas estacionalmente.

^{1/} Media móvil de 3 meses.

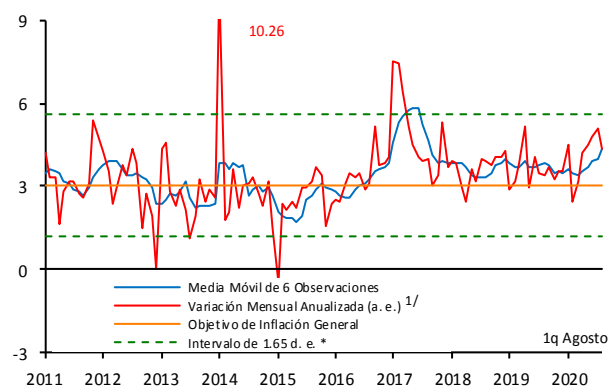
Fuente: Banco de México e INEGI.

En segundo lugar, se presenta la evolución de las variaciones mensuales ajustadas por estacionalidad y anualizadas del índice general y del subyacente, así como de los componentes de este último, las mercancías y los servicios. En particular, en abril se observó una importante disminución en la variación mensual ajustada por estacionalidad y anualizada del índice general, como reflejo de los menores precios de los energéticos que se presentaron en el contexto de la pandemia. Posteriormente, al revertirse la tendencia a la baja en los precios de los energéticos e incrementarse la inflación subyacente, las variaciones mensuales del índice general aumentaron notablemente. Así, a lo largo del año la medida de tendencia (media móvil de seis meses) ha mostrado volatilidad. A su vez, tanto las variaciones mensuales ajustadas por estacionalidad y anualizadas del índice subyacente, como su medida de tendencia, exhibieron incrementos a lo largo del trimestre de referencia, impulsados por el aumento en la inflación de las mercancías, si bien en su lectura más reciente la variación mensual del índice subyacente exhibió un descenso. En efecto, las variaciones mensuales de las mercancías aumentaron de manera marcada en el segundo trimestre, comportamiento asociado a la mayor demanda relativa por algunas de ellas en el contexto del confinamiento, en combinación con la depreciación del tipo de cambio y algunos choques de oferta tales como interrupciones en las cadenas globales de valor, mayores costos logísticos y encarecimiento de insumos. Esta dinámica al alza también se refleja en la trayectoria ascendente de su medida de tendencia. En contraste, para el caso de los servicios, sus variaciones mensuales han exhibido niveles bajos y su medida de tendencia muestra descensos en el segundo trimestre y un movimiento lateral en el margen (Gráfica 70).

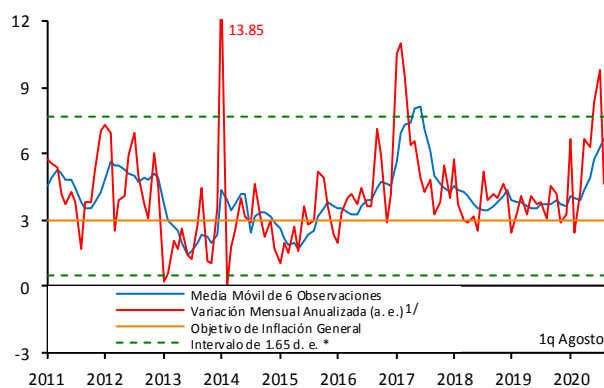
Gráfica 70
Variación Mensual Desestacionalizada Anualizada y Tendencia
 Cifras en por ciento
 a) INPC

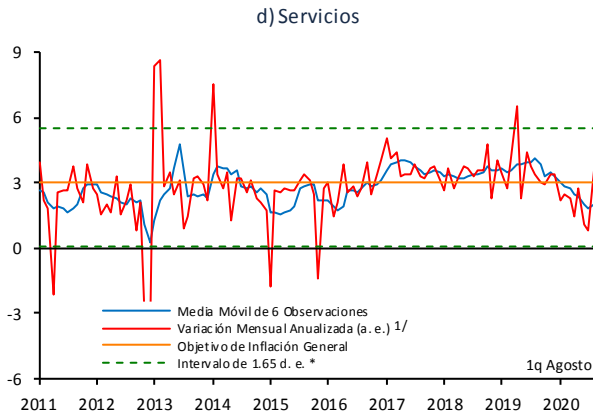


b) Subyacente



c) Mercancías





a.e./ Cifras ajustadas estacionalmente.

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

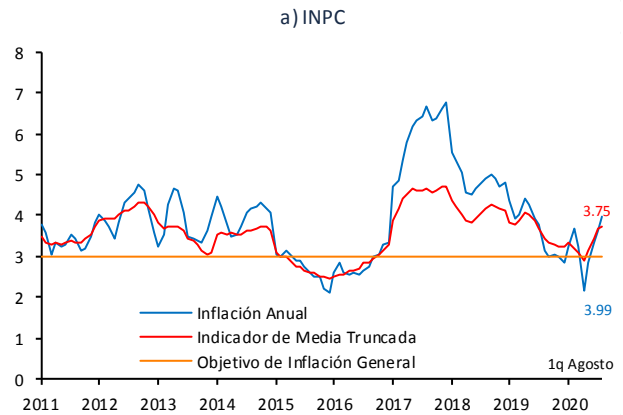
* El intervalo se calcula sumándole y restándole a la media de la variación mensual anualizada (a. e.) 165 veces su desviación estándar (d. e.) desde 2011, de modo que si las observaciones se distribuyeran acorde a una normal el 90% estaría dentro del intervalo.

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

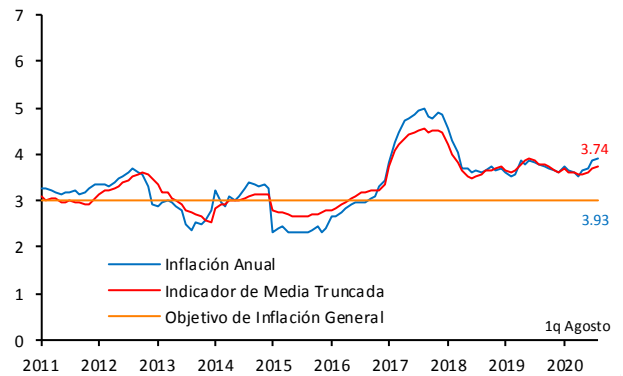
En lo que respecta al Indicador de Media Truncada para la inflación general anual, este ha exhibido después de abril una tendencia al alza, al igual que la inflación observada. En particular, desde abril este Indicador se venía ubicado por arriba de la inflación observada, sugiriendo que algunas variaciones extremas de precios a la baja habían influido en el comportamiento de la inflación observada, si bien la diferencia entre ambos indicadores se había venido reduciendo. Inclusive, con los datos a la primera quincena de agosto, el Indicador de Media Truncada ya se ubica por debajo de los datos sin truncar, implicando que algunas variaciones extremas de precios al alza influyeron en el nivel que presentó la inflación en dicha quincena (Gráfica 71 y Cuadro 4). Por su parte, el Indicador de Media Truncada para la inflación subyacente presenta, al igual que los datos sin truncar, un aumento, y se ubica en niveles similares, lo cual sugiere que las variaciones extremas no han sido determinantes para la evolución que ha presentado este componente, si bien comienza a ampliarse la diferencia entre ambos. Así, el Indicador de Media Truncada para la inflación general se ubicó en 3.19% en el primer trimestre y en 3.15% el segundo, situándose en 3.75% en la primera quincena de agosto, niveles que se comparan con los

registrados en los datos sin truncar de 3.39, 2.77 y 3.99%, respectivamente. Por su parte, el Indicador de Media Truncada para la inflación subyacente fue de 3.63% y 3.58% en los trimestres señalados y alcanzando 3.74% en la primera quincena de agosto, mientras que los niveles observados para la inflación subyacente anual se situaron en 3.66, 3.62 y 3.93%, respectivamente.

Gráfica 71
Índices de Precios e Indicadores de Media Truncada^{1/}
Variación anual en por ciento



b) Subyacente



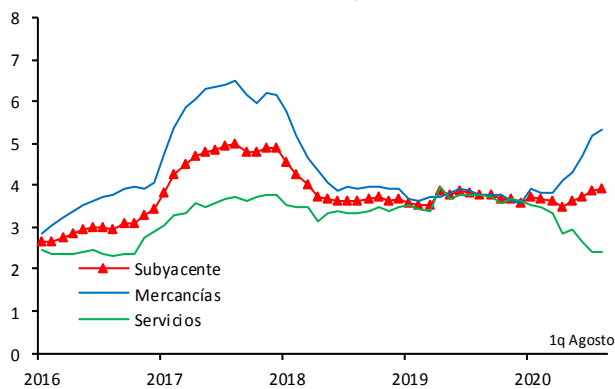
^{1/} El Indicador de Media Truncada elimina la contribución de las variaciones extremas en los precios de algunos genéricos a la inflación de un índice de precios. Para eliminar el efecto de estas variaciones se realiza lo siguiente: i) las variaciones mensuales desestacionalizadas de los genéricos del índice de precios se ordenan de menor a mayor; ii) se excluyen los genéricos con mayor y menor variación, considerando en cada cola de la distribución hasta el 10 % de la canasta del índice de precios, respectivamente; y iii) con los genéricos restantes, que por construcción se ubican más cerca del centro de la distribución, se calcula el Indicador de Media Truncada.

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

3.1.1. La Inflación Subyacente

La inflación subyacente anual se mantuvo estable en términos trimestrales, al pasar de un promedio de 3.66 a 3.62% entre el primer y el segundo trimestre. Este comportamiento fue producto de que los distintos choques a los que ha dado lugar la pandemia ocasionaron que, en el neto, presiones al alza en los precios de las mercancías se vieran contrarrestadas por presiones a la baja en los de los servicios. No obstante, al interior del trimestre la inflación subyacente se fue incrementando conforme las distintas presiones al alza sobre la inflación de las mercancías fueron dominando sobre los choques a la baja en la inflación de servicios, de modo que, mientras que en abril la inflación subyacente anual se ubicó en 3.50%, en la primera quincena de agosto alcanzó 3.93%. De esta forma, se ha dado una recomposición al interior de la inflación subyacente, en la cual se observan presiones a la baja en la inflación de los servicios y al alza en el caso de las mercancías (Gráfica 72).

Gráfica 72
Índice de Precios Subyacente
Variación anual en por ciento



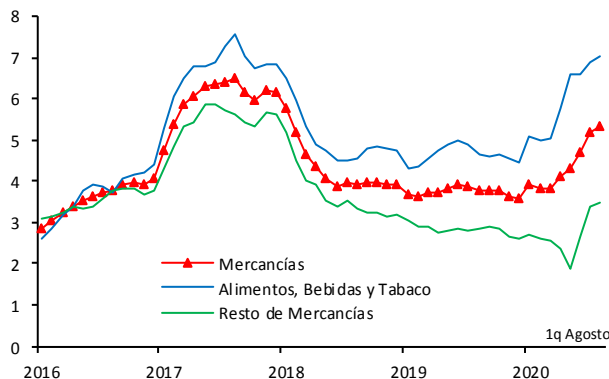
Fuente: Banco de México e INEGI.

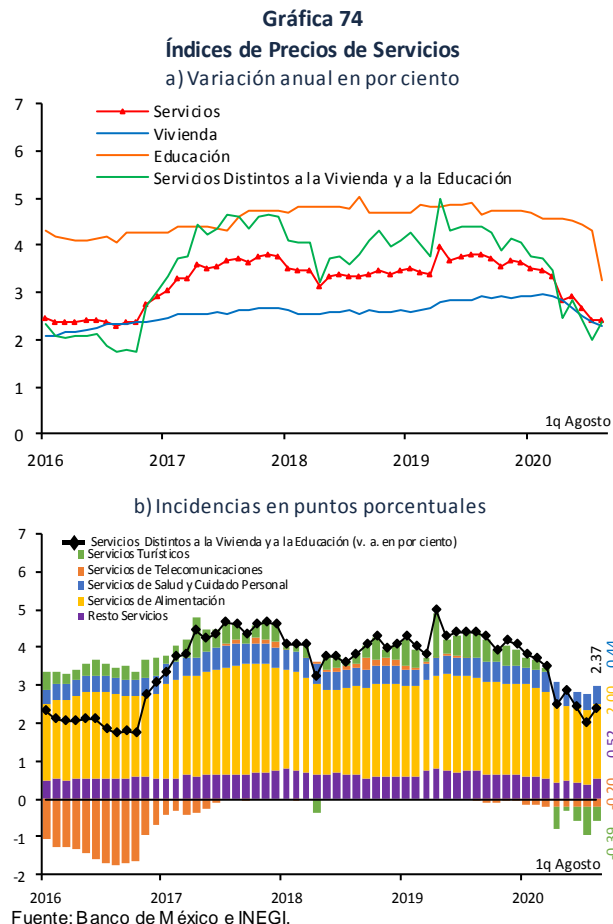
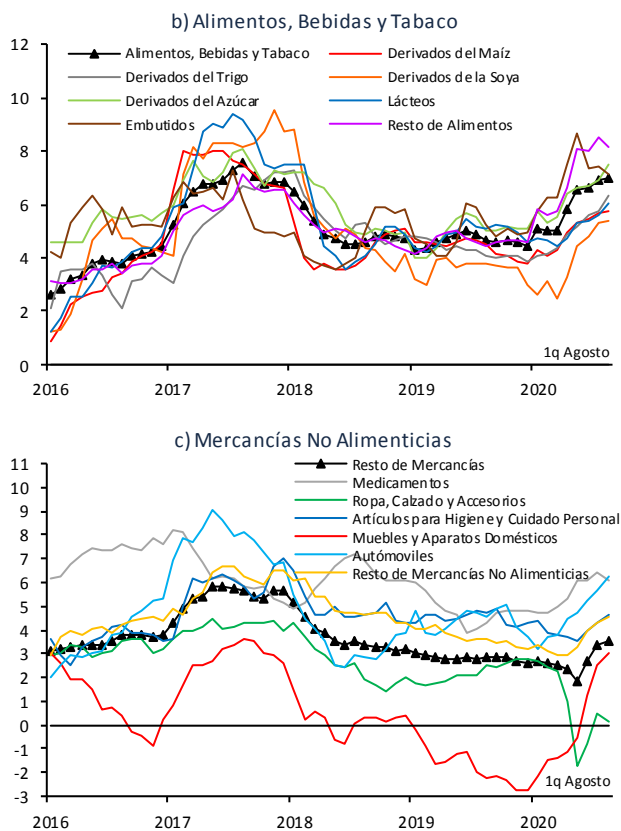
Específicamente, al interior de la inflación subyacente destacó lo siguiente:

- i. La inflación anual promedio de las mercancías aumentó de 3.86 a 4.37% entre el primer y el segundo trimestre, registrando 5.32% en la primera quincena de agosto (Gráfica 73a). Este

resultado estuvo determinado, principalmente, por la mayor inflación de las mercancías alimenticias, las cuales pasaron de un promedio de 5.05 a 6.32% en los trimestres señalados, alcanzando 7.02% en la primera quincena de agosto (Gráfica 73b). Esto a su vez fue reflejo, en parte, de la mayor demanda relativa que tuvieron algunas de ellas ante el confinamiento, posiblemente en combinación con la depreciación del tipo de cambio y algunos choques de oferta. La inflación de las mercancías no alimenticias pasó de un promedio anual de 2.60% a uno de 2.29% en los trimestres referidos, ubicándose en 3.50% en la primera quincena de agosto (Gráfica 73c). No obstante, al excluir el rubro de ropa y calzado, que experimentó un ajuste importante a la baja, la inflación anual del resto de las mercancías no alimenticias se incrementó de manera importante, al pasar de 2.66% en el primer trimestre a 3.26% en el segundo y a 4.65% en la primera quincena de agosto. Este incremento refleja, posiblemente, la depreciación del tipo de cambio, choques de oferta como interrupciones en las cadenas globales de valor, mayores costos logísticos, encarecimiento de insumos, así como tal vez una mayor concentración del gasto de los hogares en estos bienes por el confinamiento.

Gráfica 73
Índice de Precios Subyacente
Variación anual en por ciento
a) Mercancías





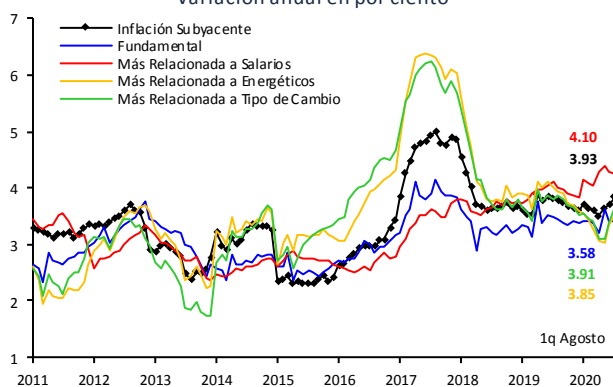
Fuente: Banco de México e INEGI.

Fuente: Banco de México e INEGI.

ii. La inflación anual de los servicios disminuyó de un promedio anual de 3.45 a 2.81% entre el primer y el segundo trimestre, ubicándose en 2.43% en la primera quincena de agosto (Gráfica 74a). En este comportamiento influyó, principalmente, la reducción en las variaciones anuales de los precios de los servicios distintos a educación y vivienda, destacando las correspondientes a transporte aéreo, servicios turísticos en paquete y de alimentación, que han resentido las medidas de distanciamiento social y de menor movilidad implementadas para reducir la propagación del virus (Gráfica 74b). Por otra parte, también contribuyeron, si bien en menor medida, los menores incrementos en los precios del rubro de vivienda, posiblemente reflejando la debilidad en la actividad económica, así como los precios del rubro de educación, sobre todo en la primera quincena de agosto.

La inflación subyacente fundamental se ha mantenido en niveles inferiores a los de la inflación subyacente observada, lo cual es reflejo de la mayor holgura prevaeciente en la economía (Gráfica 75). En particular, la inflación subyacente fundamental registró un nivel anual promedio de 3.39% en el primer trimestre y de 3.41% en el segundo, ubicándose en 3.58% en la primera quincena de agosto, siendo influida por distintos choques que también están afectando a la inflación subyacente observada. Asimismo, en los indicadores de bienes y servicios pertenecientes al grupo de la inflación subyacente, destaca que los indicadores más relacionados al tipo de cambio y a los energéticos que habían presentado reducciones desde principios de 2019, a partir del segundo trimestre de 2020 han registrado incrementos (Gráfica 75). A su vez, el indicador más relacionado con los salarios se ha venido ubicando por arriba de la inflación subyacente anual, comportamiento que está relacionado con el aumento en los precios de las mercancías alimenticias.

Gráfica 75
Indicadores Más Relacionados a Choques de Oferta e Inflación
Subyacente Observada ^{1/}
 Variación anual en por ciento



^{1/} Véase el Recuadro 3 del Informe Trimestral Octubre – Diciembre 2019, "Indicadores de Inflación más Relacionados a Factores de Oferta".
 Fuente: Elaborado por Banco de México con información del INEGI.

3.1.2. La Inflación No Subyacente

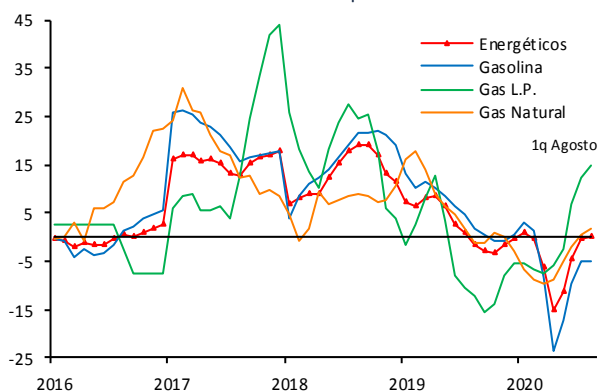
Entre el primer y el segundo trimestre, la inflación no subyacente anual promedio disminuyó de 2.60 a 0.17%, debido a las reducciones en los precios de los energéticos, lo cual fue parcialmente contrarrestado por aumentos en los precios de los productos agropecuarios. En abril, este indicador se ubicó en un nivel mínimo histórico de -1.96% ante la pronunciada disminución en los precios de los energéticos, si bien en los siguientes meses estos han venido repuntando, ejerciendo presión al alza en la inflación no subyacente, la cual se situó en 4.18% en la primera quincena de agosto.

- i. En efecto, la inflación anual de los energéticos pasó de un promedio de -2.04 a -10.47% entre el primer y el segundo trimestre y a 0.12% en la primera quincena de agosto, influida principalmente por el comportamiento de las referencias internacionales sobre los precios locales de la gasolina (Gráfica 76). Así, la inflación anual promedio de las gasolinas pasó de -1.54% en el primer trimestre a -16.98% en el segundo, ubicándose en -4.88% en la primera quincena de agosto (Gráfica 77).

Por su parte, la inflación anual del gas L.P. registró un promedio de -6.53% y de -0.64% en dichos trimestres, incrementándose a 15.00% en la primera quincena de agosto. A su vez, el precio del gas natural pasó de una variación anual promedio de -8.47% en el primer trimestre

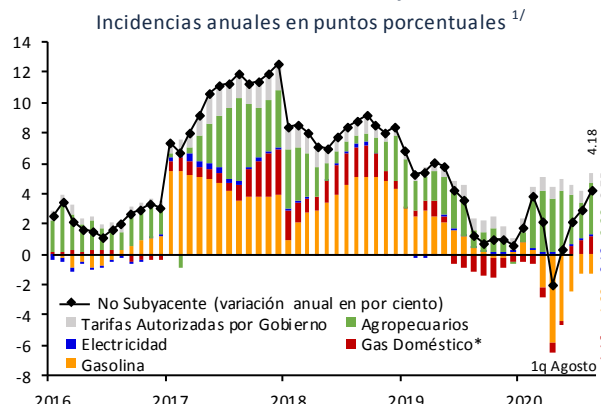
a -5.33% en el segundo, situándose en 1.62% en la primera quincena de agosto. En cuanto a las tarifas de electricidad, los cambios mensuales de las tarifas domésticas de alto consumo (DAC) en abril, mayo y junio fueron de 0.1, -0.2 y 4.3%, mientras que en julio y en agosto fueron de -0.3 y 0.1%, respectivamente. Por su parte, las tarifas eléctricas ordinarias en 2020 se ajustarán de tal manera que, al cierre del año, su variación anual sea 2.97%, equivalente a la inflación general anual de noviembre de 2019.

Gráfica 76
Índices de Precios de Energéticos Seleccionados
 Variación anual en por ciento



Fuente: Banco de México e INEGI.

Gráfica 77
Índices de Precios No Subyacente
 Incidencias anuales en puntos porcentuales ^{1/}



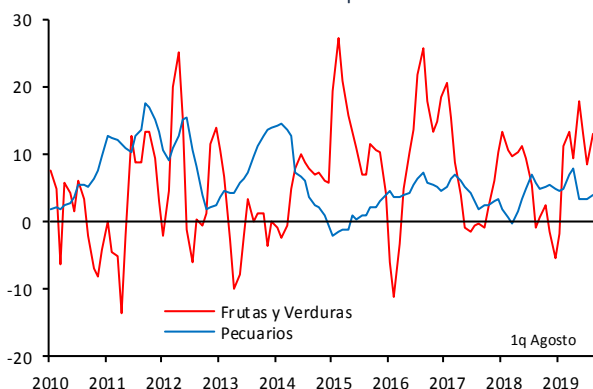
^{1/} En ciertos casos la suma de los componentes respectivos puede tener alguna discrepancia por efectos de redondeo.
 * Incluye gas L.P. y gas natural.

Fuente: Elaboración propia con información del INEGI.

- ii. La variación anual promedio del subíndice de precios de los productos agropecuarios aumentó de 6.33 a 8.67% entre el primer y el segundo trimestre, situándose en 7.96% en la primera quincena de agosto (Gráfica 78). Dicho comportamiento estuvo determinado por la

mayor inflación que se registró en el rubro de las frutas y verduras, la cual pasó de 7.32 a 13.41% en los trimestres referidos, y se ubicó en 12.95% en la primera quincena de agosto. La variación anual de los precios de los productos pecuarios, por el contrario, disminuyó de 5.45 a 4.86% entre dichos trimestres, registrando 4.01% en la primera quincena de agosto.

Gráfica 78
Índice de Precios de Frutas y Verduras y Pecuarios
Variación anual en por ciento



Fuente: Banco de México e INEGI.

- iii. El rubro de las tarifas autorizadas por el gobierno ha venido registrando menores variaciones anuales durante la mayor parte de 2020, pasando de un promedio de 4.97 a 4.55% entre el primer y en el segundo trimestre y situándose en 4.24% en la primera quincena de agosto.

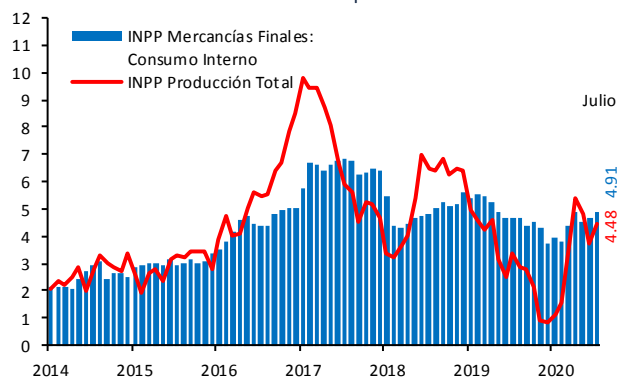
3.2. Índice Nacional de Precios Productor

En lo que concierne al Índice Nacional de Precios al Productor (INPP) de producción total, excluyendo petróleo, su variación anual promedio aumentó entre el primer y el segundo trimestre de 2020, pasando de 2.12 a 4.64%, y ubicándose en 4.48% en

julio de 2020. Al interior de este indicador, el crecimiento anual promedio del componente de mercancías y servicios finales también se incrementó entre los trimestres mencionados, al pasar de 2.93 a 5.77%, y alcanzando 5.38% en julio. En lo que se refiere al subíndice de mercancías y servicios de exportación, su cambio porcentual anual promedio aumentó de 3.65 a 11.54% en los trimestres referidos, situándose en 10.73% en julio. Por su parte, el subíndice de precios de bienes y servicios intermedios mostró un alza en su variación anual promedio, al pasar de 0.03 a 1.69% durante el mismo periodo, ubicándose en 2.15% en julio.

El subíndice de precios al productor de bienes finales para consumo interno es el que tiene un mayor poder predictivo sobre la evolución de los precios de las mercancías al consumidor incluidas en el subíndice subyacente. La tasa de crecimiento anual de este subíndice aumentó entre los trimestres mencionados de 4.04 a 4.68%, ubicándose en julio en 4.91% (Gráfica 79).

Gráfica 79
Índice Nacional de Precios Productor ^{1/}
Variación anual en por ciento



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

Fuente: INEGI y Banco de México.

4. Política Monetaria y Determinantes de la Inflación

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

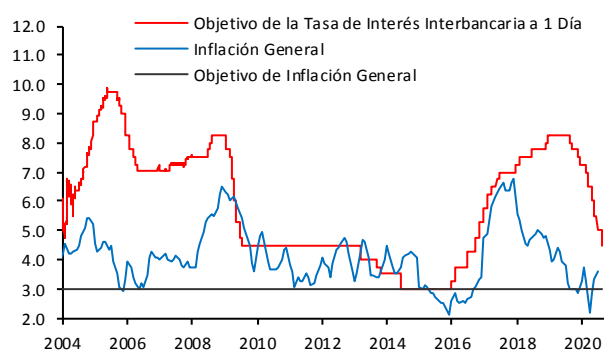
Durante el periodo que cubre este Informe, el Banco de México continuó conduciendo la política monetaria en un entorno de marcada incertidumbre. Los mercados financieros nacionales comenzaron a recuperarse después de haber mostrado ajustes considerables en marzo, si bien no se han alcanzado las condiciones previas a la pandemia de COVID-19 y persiste un entorno de volatilidad sujeto a la evolución de dicha pandemia y sus efectos en la actividad económica. En este contexto, los retos para la política monetaria derivados de la pandemia referida requieren incorporar toda la información disponible y considerar el entorno de incertidumbre que persiste.

Respecto de las decisiones de política monetaria, de abril de 2020 a la fecha la Junta de Gobierno del Instituto Central disminuyó la tasa de referencia en 200 puntos base. En particular, en su reunión extraordinaria de abril, así como en sus reuniones calendarizadas de mayo, junio y agosto, la Junta de Gobierno decidió reducir la tasa de referencia en cada una en 50 puntos base, para ubicarla actualmente en 4.5%. En la decisión de abril, la Junta de Gobierno consideró los riesgos derivados de la pandemia de COVID-19 para la inflación, la actividad económica y los mercados financieros, que plantean retos importantes para la política monetaria y la economía en general. Asimismo, anunció medidas adicionales 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. En las decisiones de mayo, junio y agosto, consideró que los retos derivados de la pandemia para la política monetaria incluyen tanto la importante afectación a la actividad económica, como un choque financiero. Así, la Junta de Gobierno tomó en cuenta los riesgos para la inflación, la actividad económica y los mercados financieros. En este contexto, llevó a cabo las decisiones referidas con base en los escenarios previstos y considerando el espacio que en balance otorgan a la política monetaria. Asimismo, en su decisión de agosto, señaló que 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.

Tomando en cuenta estas acciones de política monetaria, así como la evolución de las expectativas de inflación a 12 meses, la tasa de interés real ex-ante de corto plazo se ubica actualmente en un nivel cercano a 1.0%, por debajo del rango estimado para la tasa neutral de interés (Gráficas 80 y 81).

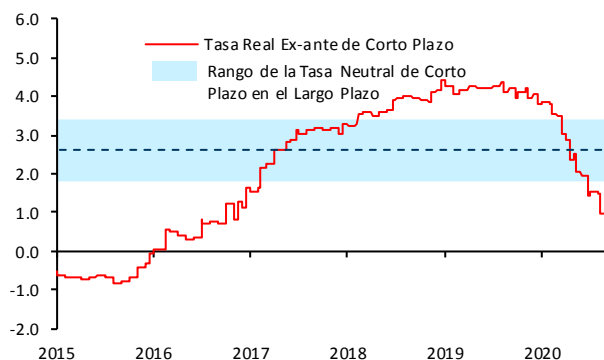
Gráfica 80
Objetivo de la Tasa de Interés Interbancaria
a 1 Día e Inflación General^{1/}
Por ciento anual



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

Fuente: Banco de México e INEGI.

Gráfica 81
Tasa Real Ex- Ante de Corto Plazo y Rango Estimado para la
Tasa Neutral Real de Corto Plazo en el Largo Plazo^{1/}
 Por ciento anual



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

Es importante destacar que, al ser la tasa neutral una variable no observable, debe inferirse a partir de los datos y su estimación está sujeta a incertidumbre estadística. En el Recuadro 4 “Actualización de la Estimación de la Tasa Neutral de Interés en el Largo Plazo en México” del Informe Trimestral Abril-Junio 2019, se consideraron diferentes metodologías para obtener una estimación relativamente robusta para la tasa neutral en el largo plazo (Tabla 1). Esta última es aquella a la cual converge la tasa neutral a medida que los choques transitorios se desvanecen. La tasa neutral en el largo plazo depende de factores estructurales y puede modificarse ante perturbaciones persistentes con un efecto duradero sobre variables tales como la oferta y demanda de fondos prestables. A su vez, la presencia de choques transitorios puede propiciar que la tasa neutral se desvíe de su nivel de largo plazo. En este contexto, se distingue entre la tasa neutral en el largo plazo y aquella en el corto plazo.

En el contexto actual, si los choques asociados a la pandemia tienen efectos persistentes sobre la estructura de la economía, la tasa neutral en el largo plazo podría modificarse. En su defecto, si los choques referidos resultan ser únicamente transitorios, podría afectarse la tasa neutral en el corto plazo, sin que cambie aquella correspondiente

al largo plazo. En este sentido, aún existe una elevada incertidumbre acerca de la dirección, magnitud y persistencia de los efectos de la pandemia sobre la economía y, en consecuencia, sobre el impacto que pudieran tener sobre la tasa neutral de interés tanto en el corto como en el largo plazos.

Tabla 1
Nivel de la Tasa Neutral Real y Nominal en el Largo Plazo
 Por ciento

	Tasa Neutral Real		Tasa Neutral Nominal	
	Media Central	Rango	Media Central	Rango
Regla de Taylor Recursiva	2.5	1.6-3.4	5.5	4.6-6.4
Regla de Taylor PVT	2.6	1.9-3.3	5.6	4.9-6.3
Modelo de Ciclo de Negocios	2.5	1.5-3.6	5.5	4.5-6.6
Modelo Afín	2.7	2.3-3.2	5.7	5.3-6.2
Promedio actual	2.6	1.8-3.4	5.6	4.8-6.4
Promedio anterior	2.5	1.7-3.2	5.5	4.7-6.2

Nota: Para calcular la tasa neutral nominal, se añadió al promedio de cada metodología la meta de inflación del 3%. El intervalo para las reglas de Taylor corresponde a una desviación estándar de la estimación de enero 2001 a marzo 2019, para el modelo ciclo de negocios corresponde a la desviación estándar del promedio móvil con una ventana de un año y para el modelo afín corresponde a dos desviaciones estándar de la estimación. PVT significa parámetros que varían en el tiempo. El promedio anterior se refiere al publicado en el Recuadro “Consideraciones sobre la Evolución de la Tasa de Interés Neutral en México” en el Informe Trimestral Julio - Septiembre 2016.

No obstante, es posible distinguir los canales mediante los cuales las tasas neutras en el corto y/o en el largo plazos pudieran verse afectadas por la pandemia. En cuanto a los principales factores que podrían influir en la tasa neutral en el corto plazo, los siguientes podrían incrementarla:

- ✓ Una intensificación transitoria del choque financiero, que conduzca a condiciones financieras más astringentes y a mayores primas de riesgo, reduciendo temporalmente el ahorro externo y la oferta de fondos prestables.
- ✓ Ante la caída en los ingresos y empleo, los agentes económicos pueden optar por ahorrar menos o reducir sus activos para mantener su consumo, conduciendo a una menor oferta de fondos prestables.

Por su parte, la tasa neutral de corto plazo podría disminuir debido a lo siguiente:

- ✓ Ante un deterioro en las perspectivas económicas, aun cuando no disminuya el producto potencial, los agentes económicos pueden decidir invertir menos, disminuyendo la demanda por fondos prestables.

Con respecto a los factores que podrían incidir sobre la tasa neutral en el largo plazo, esta podría aumentar si la pandemia tiene efectos duraderos sobre la oferta de recursos externos, conduciendo a una reducción persistente en la oferta de fondos prestables. Por otra parte, la tasa neutral en el largo plazo podría disminuir debido a los siguientes factores:

- ✓ Un menor crecimiento potencial a nivel global o a nivel nacional, derivado de contracciones en la inversión, o cambios persistentes en las cadenas productivas. Asimismo, ante una recesión como la actual, podría aumentar la probabilidad percibida de eventos negativos extremos, reduciendo la demanda de fondos prestables.
- ✓ La expectativa de que el estímulo monetario en economías avanzadas se mantenga por un periodo prolongado, generando una mayor demanda por activos de economías emergentes.

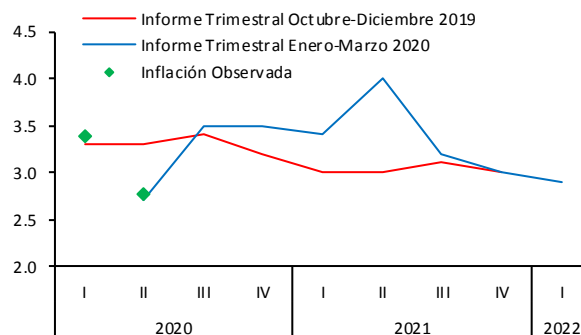
En suma, la evolución de la tasa neutral tanto en el corto como en el largo plazo, depende de factores que actualmente aún son difíciles de cuantificar y que están sujetos a una elevada incertidumbre. Dado que aún no es posible determinar si los choques que está enfrentando la economía son transitorios o permanentes, es difícil poder realizar estimaciones de la tasa neutral que resulten confiables.²⁰

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

En cuanto a la evolución de la inflación, con respecto a las proyecciones incluidas en el Informe Trimestral

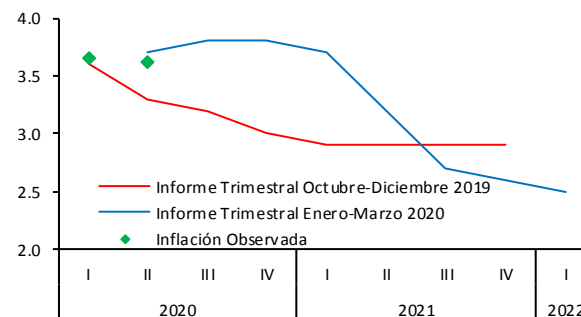
Enero-Marzo publicado en mayo de 2020, destaca que en el segundo trimestre del año la inflación general disminuyó a un ritmo similar al previsto. Por su parte, la inflación subyacente se ubicó ligeramente por debajo de lo que se anticipaba en dicho Informe (Gráficas 82 y 83).

Gráfica 82
Pronósticos de Inflación General
Variación anual en por ciento



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

Gráfica 83
Pronósticos de la Inflación Subyacente
Variación anual en por ciento



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

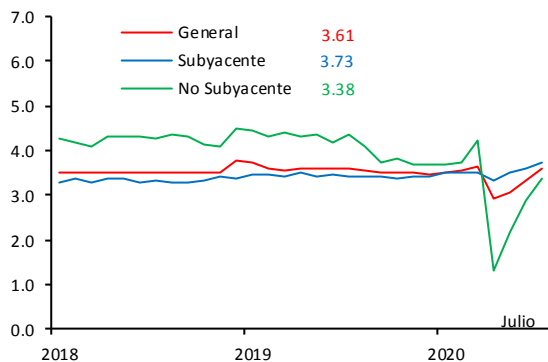
En relación con las expectativas de inflación provenientes de la encuesta que levanta el Banco de México entre especialistas del sector privado, destaca que si bien entre marzo y abril las correspondientes a la inflación general para el cierre de 2020 se ajustaron a la baja, reflejando principalmente la disminución de las expectativas del

de los efectos directos de la pandemia. Los autores recomiendan interpretar los resultados de estimaciones que utilizan datos recientes con cautela debido a la naturaleza extraordinaria de la pandemia de COVID-19, la suspensión de actividades económicas y las respuestas de política.

²⁰ Como lo documentan Holston K., T. Laubach y C. Williams, 2020, "Adapting the Laubach and Williams and Holston, Laubach, and Williams Models to the COVID-19 Pandemic", Nota del Banco de la Reserva Federal de Nueva York, los modelos con los que se estima r^* son de forma reducida por lo que no son adecuados para el estudio

componente no subyacente ante la reducción de los precios de energéticos, en los meses subsecuentes han aumentado ante los ajustes, asociados en parte a la pandemia, que ha registrado la inflación observada en dicho periodo. En particular, entre marzo y abril la mediana de las expectativas para la inflación general al cierre de 2020 disminuyó de 3.64 a 2.90%, para posteriormente incrementarse hasta 3.61% en julio. Al interior, entre marzo y abril las medianas correspondientes a los componentes subyacente y no subyacente, pasaron de 3.50 a 3.34% y de 4.22 a 1.28%, respectivamente. En los meses recientes, estas se han venido incrementando, ubicándose en julio en 3.73% la correspondiente al componente subyacente y en 3.38% la no subyacente (Gráfica 84).²¹ Por su parte, en cuanto a las expectativas de mediano (próximos 4 años) y largo plazos (próximos 5 a 8 años), las medianas para la inflación general y subyacente permanecieron relativamente estables, aunque en niveles superiores a la meta de 3% (Gráficas 85 y 86).²²

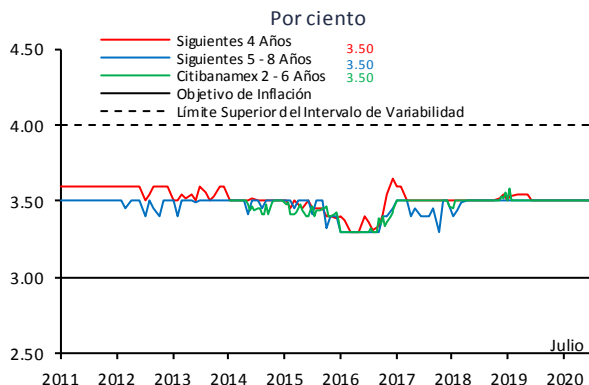
Gráfica 84
Medianas de las Expectativas de Inflación General, Subyacente y No Subyacente al Cierre de 2020
 Por ciento



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

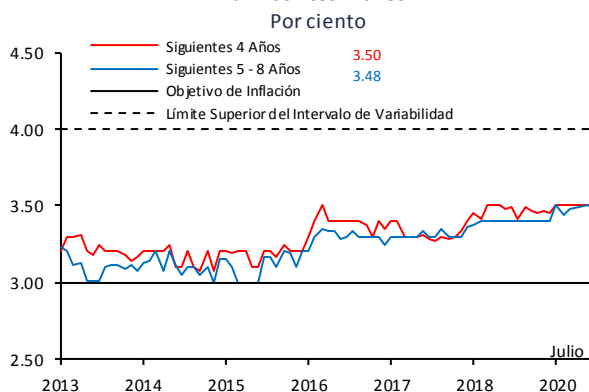
²¹ Las medianas de las expectativas de la inflación general y subyacente para el cierre de 2020 de la Encuesta Citibanamex, aumentaron de 3.60 a 3.70% y de 3.50 a 3.82%, respectivamente, entre las encuestas del 20 de marzo y del 20 de agosto de 2020.

Gráfica 85
Medianas de las Expectativas de Inflación General a Distintos Plazos
 Por ciento



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

Gráfica 86
Medianas de las Expectativas de Inflación Subyacente a Distintos Plazos
 Por ciento



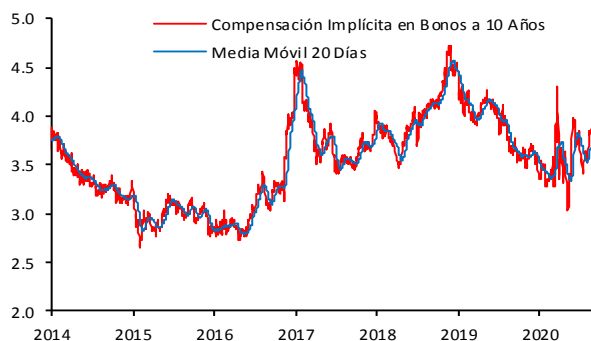
Fuente: Encuesta Sobre las Expectativas de los Especialistas en Economía del Sector Privado.

En el periodo que se reporta, la compensación por inflación y riesgo inflacionario extraída de instrumentos de mercado mostró volatilidad y actualmente se ubica en niveles similares a los registrados en abril (Gráfica 87). En relación con sus componentes estimados, la expectativa de inflación de largo plazo (promedio de 6 a 10 años) disminuyó, mientras que la prima por riesgo inflacionario en julio presentó niveles superiores a los observados en marzo, si bien ha venido disminuyendo (Gráficas 88 y

²² Por lo que respecta a la mediana de las expectativas de inflación general de largo plazo de la Encuesta de Citibanamex (para los siguientes 2 a 6 años), se mantuvo en 3.5% entre las encuestas del 20 de marzo y del 20 de agosto de 2020.

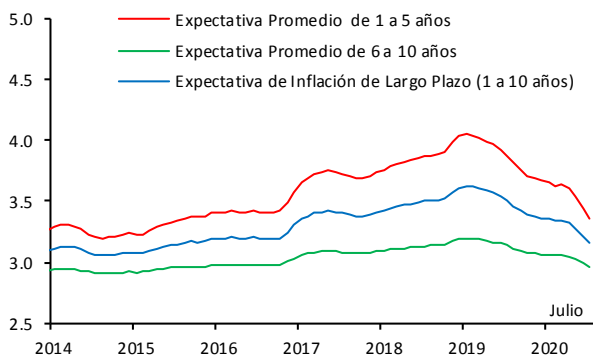
89).²³ Es importante destacar que a las dificultades propias de la estimación de variables no observables, como estas, se agrega que el entorno actual de volatilidad y menor liquidez en los mercados de los instrumentos usados en la estimación de los componentes referidos afecta la señal que usualmente se extrae de estas estimaciones.

Gráfica 87
Compensación por Inflación y Riesgo Inflacionario
Implícita en Bonos
 Por ciento



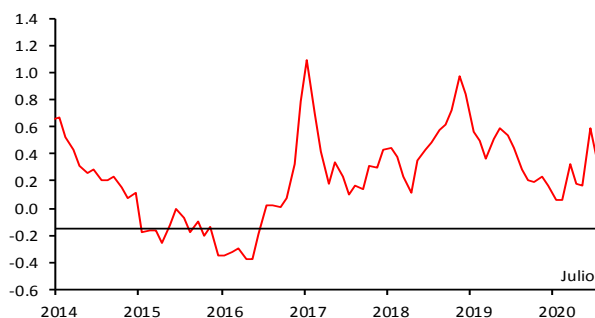
Nota: La compensación por inflación y riesgo inflacionario se calcula como la diferencia entre las tasas de interés nominal y real de largo plazo.
 Fuente: Estimación de Banco de México con Datos de Valmer y PiP.

Gráfica 88
Estimación de las Expectativas de Inflación Anual Extraídas
de Instrumentos de Mercado^{1/}
 Por ciento



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

Gráfica 89
Estimación de la Prima por Riesgo Inflacionario
a 10 Años^{1/}
 Por ciento



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

Respecto de la posición cíclica de la economía, la actividad económica en México presentó una profunda contracción durante el segundo trimestre del año, al acentuarse notoriamente las afectaciones derivadas de la pandemia de COVID-19. En este contexto, las estimaciones de la brecha del producto alcanzaron niveles inferiores a los de las crisis financieras de 2008-2009, de 1995 y principios de los ochenta. Diversos indicadores señalan que en junio se observó una recuperación a partir de niveles bajos de actividad, en respuesta a la reapertura 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 incierto. Hacia delante, se prevén mayores condiciones de holgura en el horizonte en que opera la política monetaria con respecto a lo estimado en el Informe Trimestral previo, y persisten importantes riesgos a la baja.

En cuanto a los mercados financieros nacionales, después de verse afectados de manera súbita por el choque financiero y, en consecuencia, registrar ajustes significativos en marzo, estos comenzaron a recuperarse a partir de finales de dicho mes, si bien no han regresado a las condiciones previas a la pandemia y continuaron registrando episodios de volatilidad. La recuperación que mostraron los precios de los activos a partir de finales de marzo estuvo asociada a la mejoría en las condiciones

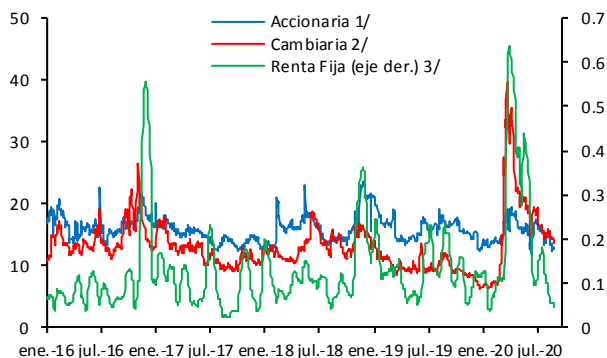
²³ Para una descripción de la estimación de las expectativas de inflación de largo plazo, ver el Recuadro "Descomposición de la Compensación

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

financieras internacionales ante: i) las medidas de estímulo fiscal, monetario y financiero adoptadas en las economías con importancia sistémica a nivel global; ii) la reapertura parcial de la actividad productiva en diversas economías; y iii) la implementación de medidas para proveer liquidez y mejorar el funcionamiento de dichos mercados por parte del Banco de México y la Comisión de Cambios. No obstante, se han seguido presentando episodios de volatilidad en los mercados financieros internacionales, y persisten riesgos asociados a la evolución de la pandemia, así como a un nuevo escalamiento en las tensiones comerciales, a un agravamiento en los conflictos geopolíticos, sociales y políticos en diversas regiones del mundo y a la incertidumbre sobre el proceso electoral en Estados Unidos, entre otros. En este contexto, continúa un entorno de volatilidad en los mercados financieros internacionales, así como en los mercados nacionales (Gráfica 90).

económica en diversas economías y la publicación de algunas cifras económicas que mostraron una ligera recuperación respecto de los niveles históricamente bajos alcanzados en marzo y abril; iii) la recuperación de los precios de algunas materias primas, particularmente de los precios del petróleo; y iv) algunos anuncios relacionados con avances en el tratamiento y la elaboración de una vacuna contra el COVID-19. Finalmente, de principios de junio a la fecha, la moneda ha presentado nuevamente episodios de volatilidad. En este comportamiento destacan los efectos de: i) una mayor preocupación sobre una posible segunda ola de contagios, especialmente ante el incremento de nuevos casos en Estados Unidos, China y Japón; y ii) el resurgimiento de tensiones entre Estados Unidos y China. Así, en el periodo que cubre este Informe, el tipo de cambio osciló entre 21.58 y 24.86 pesos por dólar, si bien el nivel máximo intradía de 25.78 se alcanzó el 5 de abril (Gráfica 91).

Gráfica 90
Volatilidad en los Mercados Financieros en México
Por ciento



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

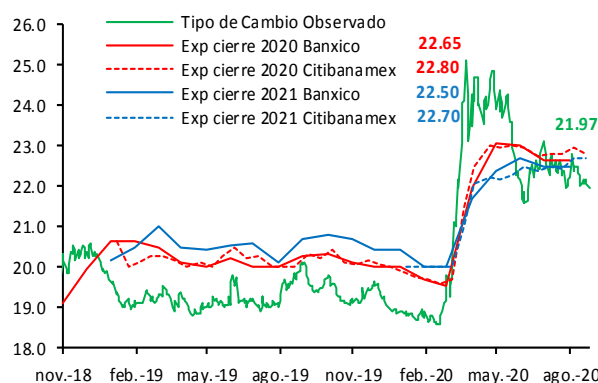
2/ Se refiere a la volatilidad implícita de las opciones a un mes del peso mexicano.

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

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

En este contexto, después de la importante depreciación que el peso registró a finales del primer trimestre, este presentó una marcada volatilidad en abril y hasta mediados de mayo. Posteriormente registró una apreciación, en un clima de menor aversión al riesgo global resultado de los siguientes factores: i) las medidas de estímulo fiscal, monetario y financiero adoptadas en las principales economías del mundo; ii) la gradual reapertura de la actividad

Gráfica 91
Tipo de Cambio Nominal^{1/}
Pesos por dólar



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

Fuente: Banco de México y Citibanamex.

Cabe destacar que con el objetivo de promover un mercado ordenado de fondeo en dólares y evitar presiones adicionales en el mercado cambiario, la Comisión de Cambios estuvo atenta a proveer de liquidez en dólares a las instituciones de crédito del país. Al respecto, el Banco de México realizó dos subastas de dólares de coberturas cambiarias liquidables en moneda nacional por 2 mil millones de dólares cada una el 12 y 18 de marzo. Posteriormente realizó subastas de crédito en dólares el 1 y 6 de abril,

y el 24 y 29 de junio utilizando el mecanismo temporal para el intercambio de divisas (conocido como "líneas swap") pactado con la Reserva Federal; dicho mecanismo recientemente fue extendido. El saldo neto vigente resultado de dichas subastas es de 4.9 mil millones de dólares.

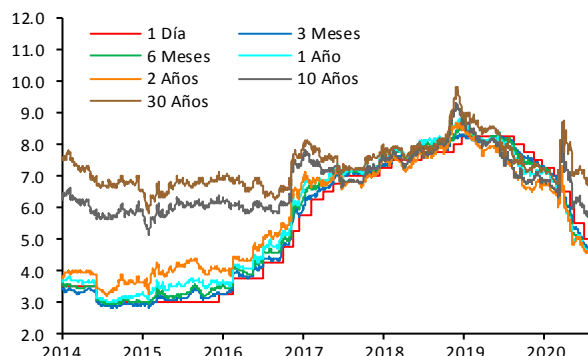
Es importante subrayar que en caso de que la economía, ante los choques que la han afectado, llegue a enfrentar un escenario que requiera de un ajuste del tipo de cambio real o de precios relativos, el Banco de México contribuirá a que este se dé de manera ordenada y buscando evitar efectos de segundo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

Sobre las condiciones monetarias y financieras relativas destaca lo siguiente:

- i. Durante el periodo que cubre este Informe, los bancos centrales de las economías de importancia sistémica mantuvieron sus tasas de interés en niveles bajos, comunicando sus planes de mantenerlas en dichos niveles por un periodo prolongado, en un contexto en el que sus niveles de inflación se ubican por debajo de sus metas. Además, anunciaron su intención de mantener las medidas de estímulo monetario no convencionales, así como diversas acciones para propiciar el funcionamiento ordenado de los mercados financieros. Lo anterior contribuyó a reducir marcadamente la aversión al riesgo global, ayudando a revertir la caída de la demanda de los inversionistas internacionales por activos de las economías emergentes (ver Recuadro 7).
- ii. Como resultado del choque financiero registrado a finales de febrero y durante marzo, las tasas de interés de mediano y largo plazos presentaron un aumento considerable, en algunos casos con alzas mayores a los 150 puntos base. Posteriormente, de finales de marzo a la fecha, la curva de rendimientos se desplazó a la baja en todos sus nodos. En particular, los movimientos en las tasas de corto plazo se vieron influidos por las decisiones de política monetaria del Banco de México, mientras que aquellas de mediano y largo plazos reflejaron la mejoría en el apetito por riesgo derivado de las medidas de estímulo fiscal,

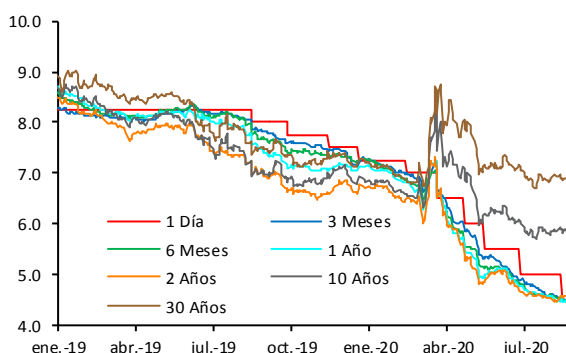
monetario y financiero adoptadas en las principales economías del mundo, y la gradual reapertura de la actividad productiva en diversas economías (Gráficas 92, 93 y 94).

Gráfica 92
Tasas de Interés de Valores Gubernamentales en México
Por ciento



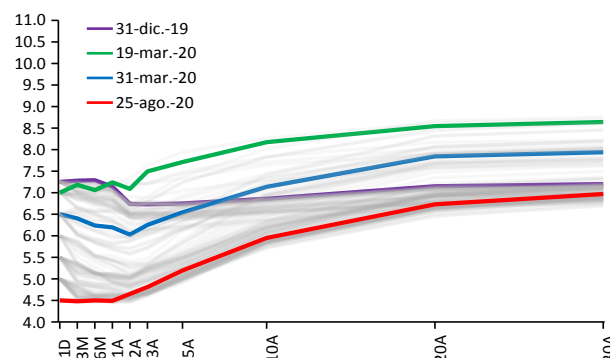
Fuente: Proveedor Integral de Precios (PIP).

Gráfica 93
Tasas de Interés de Valores Gubernamentales en México
Por ciento



Fuente: Proveedor Integral de Precios (PIP).

Gráfica 94
Curva de Rendimientos de México
Por ciento

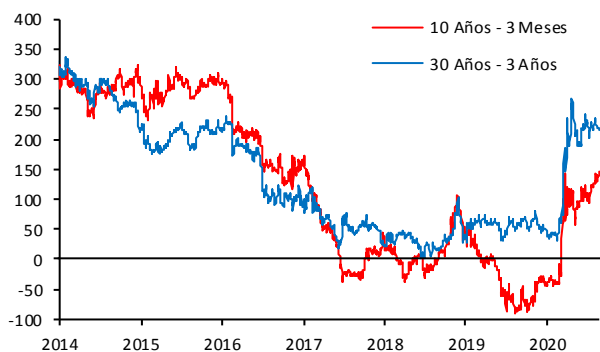


Nota: Las líneas grises se refieren a las curvas de rendimientos diarias desde el 30 de diciembre de 2019.

Fuente: Proveedor Integral de Precios (PIP).

iii. Dado el comportamiento descrito, y debido a que las tasas de corto plazo disminuyeron más que las de largo plazo, la pendiente de la curva de rendimientos (definida como la diferencia entre la tasa de interés de 10 años y la de 3 meses) se ajustó al alza (Gráfica 95). Por su parte, las estimaciones de los dos componentes de la tasa de interés de 10 años en México –la expectativa promedio de la tasa de interés de corto plazo en el mismo horizonte y la prima por plazo– han presentado disminuciones en el periodo que cubre este Informe, si bien el primer componente se ha ajustado en mayor medida (Gráfica 96).

Gráfica 95
Pendiente de la Curva de Rendimientos
Puntos base



Fuente: Proveedor Integral de Precios (PiP).

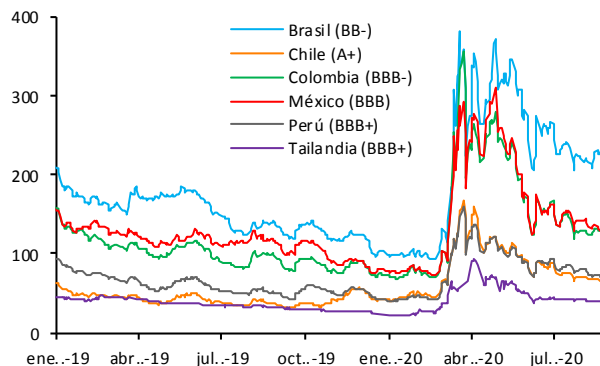
Gráfica 96
Expectativa de la Tasa de Corto Plazo y Prima Por Plazo en México
Puntos porcentuales



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

iv. Los indicadores de mercado que miden el riesgo de crédito soberano en México presentaron disminuciones generalizadas, en línea con lo observado en la mayoría de las economías emergentes. No obstante, en el caso de México, estos continúan ubicados en niveles mayores a los de economías con calificación crediticia similar (Gráfica 97).

Gráfica 97
Indicadores de Mercado que Miden el Riesgo de Crédito Soberano Nacional^{1/}
Puntos base



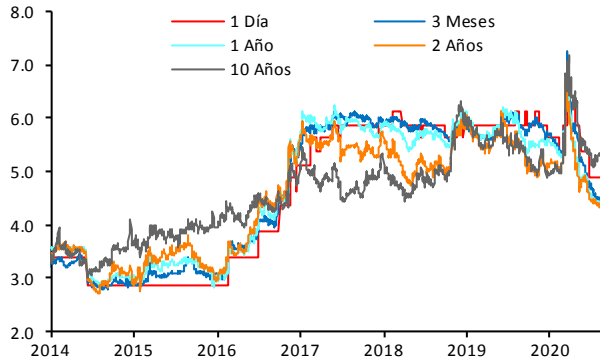
^{1/} Se refiere a los Credit Default Swaps a 5 años.

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

v. Tomando en consideración las acciones de política monetaria del Banco de México y de la Reserva Federal, así como la evolución más reciente de la demanda por activos de renta fija en México y Estados Unidos, los diferenciales de tasas de interés entre ambos países se ajustaron de manera importante a la baja, con caídas mayores en aquellos correspondientes al corto plazo (Gráficas 98 y 99). No obstante, es importante mencionar que al ajustar por la volatilidad del peso mexicano, los diferenciales se han mantenido relativamente estables, luego de haber disminuido de manera importante durante marzo (Gráficas 100 y 101).

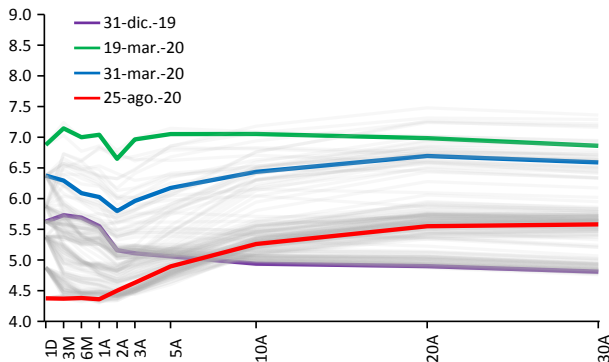
Cabe señalar que aún existe un alto grado de incertidumbre sobre la persistencia y magnitud de los efectos de la pandemia en la economía, e incluso sobre la dirección de sus efectos sobre la inflación.

Gráfica 98
Diferenciales de Tasas de Interés entre México y Estados Unidos^{1/}
Por ciento



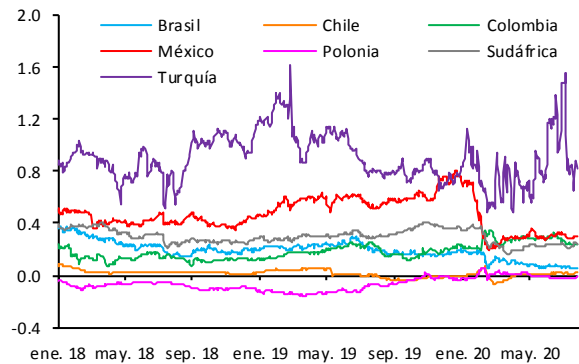
^{1/} Para la tasa objetivo de Estados Unidos se considera el promedio del intervalo considerado para la Reserva Federal.
Fuente: Proveedor Integral de Precios (PiP).

Gráfica 99
Curva de Diferenciales de Tasas de Interés entre México y Estados Unidos
Puntos porcentuales



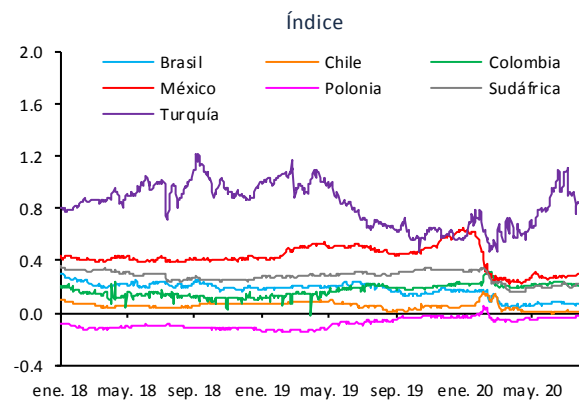
Nota: Las líneas grises se refieren a las curvas de rendimientos diarias desde el 30 de diciembre de 2019.
Fuente: Proveedor Integral de Precios (PiP) y Departamento del Tesoro de Estados Unidos.

Gráfica 100
Diferencial de Tasas de Interés de Países Emergentes y Estados Unidos a 3 meses Ajustado por Volatilidad
Índice



Nota: Los estimados se calcularon con el diferencial implícito en los forwards cambiarios a 3 meses, ajustados por la volatilidad implícita al mismo plazo.
Fuente: Cálculos de Banco de México con datos de Bloomberg.

Gráfica 101
Diferencial de Tasas de Interés de Países Emergentes y Estados Unidos a 1 año Ajustado por Volatilidad
Índice



Nota: Los estimados se calcularon con el diferencial implícito en los forwards cambiarios a 1 año, ajustados por la volatilidad implícita al mismo plazo.
Fuente: Cálculos de Banco de México con datos de Bloomberg.

El Banco de México tomará las acciones que se requieran con base en la información adicional y considerando la fuerte afectación a la actividad productiva, así como la evolución del choque financiero que enfrentamos, de tal forma que la tasa de referencia sea congruente con la convergencia ordenada y sostenida de la inflación general y su meta en el plazo en el que opera la política monetaria.

Recuadro 7. Evolución de los Flujos de Capital y de la Aversión al Riesgo

1. Introducción

Los efectos de la pandemia del COVID-19 condujeron inicialmente a un aumento súbito en la aversión al riesgo entre los inversionistas internacionales, provocando una recomposición en los portafolios de inversión hacia activos de menor riesgo y, en consecuencia, una reducción importante en la tenencia de activos de economías emergentes. Estos ajustes se presentaron de manera generalizada, donde los factores globales parecen haber tenido una mayor relevancia que los factores idiosincrásicos.

En este contexto, la economía mexicana, al igual que el resto de las economías emergentes, enfrentó un choque financiero que propició en un lapso muy corto aumentos importantes en las tasas de interés y en las primas de riesgo, una depreciación de la moneda nacional, así como salidas de capital. En particular, la inversión en valores gubernamentales por parte de no residentes registró una reducción significativa. Las mayores afectaciones en las condiciones financieras se observaron en marzo. Posteriormente, el desempeño de los mercados financieros globales y nacionales registró cierta mejoría asociada principalmente a las medidas monetarias, financieras y fiscales adoptadas en las economías con importancia sistémica. No obstante, persisten riesgos que pueden intensificar nuevamente el choque financiero.

La crisis actual ha dejado de manifiesto los retos que enfrenta la política monetaria en economías pequeñas e integradas a los mercados financieros internacionales y al comercio mundial. Los bancos centrales en estas economías deben considerar la severa contracción económica y sus efectos sobre la inflación, así como las repercusiones del choque financiero, en particular los ajustes en los portafolios de inversión y en la cotización de sus monedas. En este contexto, el análisis de los determinantes de los flujos de capital es fundamental para las autoridades monetarias de dichas economías.

En este recuadro se presenta un análisis de los cambios recientes en la importancia relativa de los determinantes de los flujos de capital hacia México. Para ello, se estimó un modelo de Vectores Autorregresivos (VAR) para el periodo de enero de 2009 a junio de 2020. Este modelo incluye, además de los flujos de inversión en valores gubernamentales por parte de no residentes, los principales factores que en la literatura se ha encontrado que influyen sobre los flujos de capital, como son la aversión al riesgo y los diferenciales entre las tasas de interés internas y externas, entre otros.¹ A partir de dicho modelo, se estiman los efectos sobre los flujos de inversión en valores gubernamentales de choques a sus determinantes. Asimismo, se analiza cómo cambian dichos efectos al incorporar en la estimación los datos de 2020,

cuando la pandemia tuvo repercusiones sobre las condiciones financieras. Posteriormente, mediante una descomposición histórica de las variaciones en los flujos de capital, se cuantifica la contribución de cada una de las variables incluidas en el modelo a los movimientos en dichos flujos en cada periodo. En adición a lo anterior, se analiza para un panel de economías emergentes los principales determinantes de los flujos de capital durante el periodo entre 2010 y 2020.

Entre los principales resultados destaca que la contribución de la aversión al riesgo global para explicar las variaciones en los flujos de inversión en valores gubernamentales por parte de no residentes se incrementó en marzo de 2020 en comparación con periodos previos, si bien su importancia relativa disminuyó nuevamente en los meses subsecuentes. Por su parte, el modelo panel para economías emergentes sugiere que en general los diferenciales entre las tasas de interés internas y externas han influido sobre los flujos de capital.

En suma, los resultados apuntan a que en periodos de elevada incertidumbre en los mercados financieros internacionales, como el episodio reciente de choques derivados de la pandemia del COVID-19, la aversión al riesgo global tiende a adquirir una mayor importancia para explicar los flujos de capital, mientras que factores idiosincrásicos tienen un papel relativamente secundario. Sin embargo, en periodos de menor volatilidad, los factores idiosincrásicos, tales como los diferenciales entre las tasas de interés internas y externas, tienen mayor influencia relativa sobre la dinámica de dichos flujos.

2. Evolución de los Flujos de Capital y de la Aversión al Riesgo

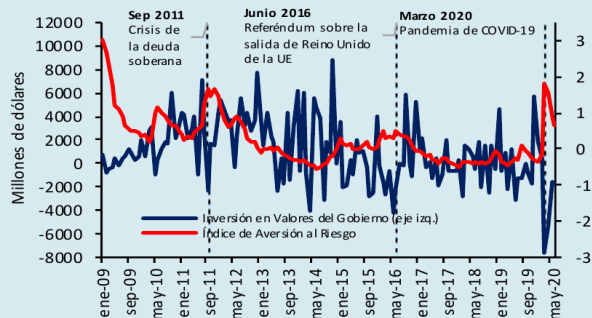
La Gráfica 1 presenta los flujos de inversión en valores gubernamentales de México por parte de no residentes y de la aversión al riesgo desde enero de 2009, fecha a partir de la cual se tiene registro de los flujos de inversión en valores gubernamentales en frecuencia mensual.² Destaca el comportamiento observado en marzo de 2020, cuando los flujos de inversión en valores gubernamentales tuvieron su mayor salida desde 2009, mientras que el índice de aversión al riesgo alcanzó su nivel más alto después de la crisis financiera global de 2008-2009. Asimismo, se observan otros episodios en los que una elevada aversión al riesgo coincide con salidas de capitales, tales como la crisis de la deuda soberana en Europa en 2011 y el referéndum para la salida de Reino Unido de la Unión Europea en 2016. Sin embargo, la asociación entre ambas variables parece mayor durante el choque financiero derivado de la pandemia del COVID-19.

¹ Véase por ejemplo Ibarra y Tellez-Leon (2020).

² El índice de aversión al riesgo utilizado es el que calcula Citigroup y comprende los siguientes factores, cada uno representando un mercado particular del sistema financiero global: (i) el mercado accionario, (ii) el mercado de deuda de los

emergentes, (iii) el mercado de préstamos interbancarios, (iv) el mercado de deuda corporativa, (v) el mercado de divisas y (vi) el mercado de tasas de interés. Adicionalmente, los ejercicios presentados en este recuadro también se realizaron considerando el índice VIX, obteniéndose resultados similares.

Gráfica 1
Flujos de Inversión en Valores del Gobierno por parte de
No Residentes e Índice de Aversión al Riesgo



Fuente: Elaborado por Banco de México con información de Citigroup.

3. Modelo de Vectores Autorregresivos (VAR)

Para analizar los determinantes de los flujos de capital en México se estimó un modelo de Vectores Autorregresivos (VAR), el cual toma en cuenta la retroalimentación entre las variables incluidas y permite estimar la dinámica de la respuesta de los flujos de capital ante diferentes choques. Además, por medio de una descomposición histórica permite cuantificar, en cada periodo, la importancia relativa de cada una de las variables incluidas en el modelo para explicar los movimientos de los flujos de capital.

La representación del modelo VAR en forma reducida que se utiliza es la siguiente:

$$y_t = c + Ay_{t-1} + u_t,$$

donde y_t es un vector con las siguientes variables endógenas:³

- Índice de aversión al riesgo global.
- Índice de producción industrial de Estados Unidos.
- Actividad económica nacional (IGAE).
- Índice nacional de precios al consumidor en México.
- Diferencial entre la tasa de fondeo en México y la tasa de fondos federales de la Reserva Federal.
- Tipo de cambio del peso mexicano con respecto al dólar estadounidense.
- Flujos de inversión en valores del gobierno por parte de no residentes.

³ Se toman logaritmos y primeras diferencias según sea necesario para garantizar que las variables sean estacionarias. Para determinar el número óptimo de rezagos, se utiliza el criterio de información bayesiano (BIC).

⁴ Los resultados se mantienen al incluir en el modelo VAR un indicador de riesgo soberano, en particular el *Credit Default Swap (CDS)* a 5 años. La medida de actividad económica que se utiliza es el IGAE ajustado por estacionalidad. Se utiliza

Adicionalmente, c y A son un vector y una matriz de parámetros a estimar; y u es un vector de residuales.⁴

Los choques estructurales correspondientes a cada de una de las variables del modelo, se obtuvieron por medio de una identificación recursiva. Es decir, las variables se ordenan según su grado de exogeneidad en el mismo orden en que aparecen en el vector y_t . Por lo tanto, las variables externas se ven afectadas contemporáneamente solo por choques a sí mismas, mientras que las variables internas se ven afectadas por choques tanto a las externas como a las internas.

4. Resultados del Modelo VAR

4.1. Funciones de Impulso Respuesta

En esta sección se presentan las funciones de impulso respuesta de los flujos de capital ante choques a la aversión al riesgo, y al diferencial de tasas de interés. Con el propósito de analizar cómo han cambiado los efectos de dichas variables en el contexto de las afectaciones derivadas de la pandemia del COVID-19, el modelo se estimó considerando dos muestras: de enero de 2009 a diciembre de 2019 (líneas rojas), y de enero de 2009 a junio de 2020 (líneas negras). La Gráfica 2 muestra, en millones de dólares, la respuesta de los flujos de inversión en valores gubernamentales por parte de no residentes ante choques de una desviación estándar en el índice de aversión al riesgo (panel a), y en el diferencial de tasas de interés (panel b). Las respuestas se presentan para un horizonte de 12 meses con intervalos de confianza del 90 por ciento.⁵

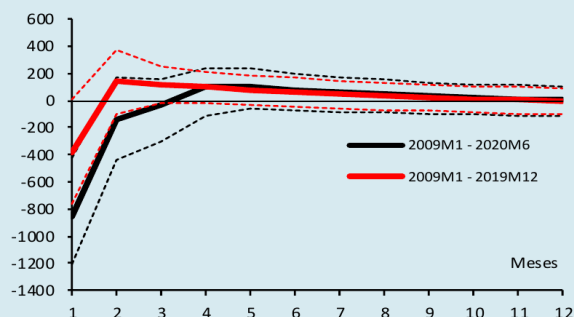
Como se puede observar en el panel (a) de la Gráfica 2, un aumento en el índice de aversión al riesgo genera una disminución en los flujos de inversión en valores gubernamentales por parte de no residentes. Ello puede obedecer a que ante la mayor incertidumbre global los inversionistas buscan refugio en activos de menor riesgo, tales como valores emitidos por el gobierno de Estados Unidos. La gráfica muestra que, al incorporar los datos de 2020 en la estimación, la respuesta de los flujos referidos ante el choque en la aversión al riesgo global es mayor.

Por su parte, como se observa en el panel (b) de la Gráfica 2, un incremento en el diferencial de tasas de interés entre México y Estados Unidos es seguido de mayores flujos de inversión en valores gubernamentales de México. Ello debido a que los inversionistas están más dispuestos a invertir en dichos valores cuando su rendimiento relativo a los valores extranjeros se incrementa. En este caso, la respuesta de los flujos de capital ante el choque en el diferencial de tasas de interés es similar en los dos periodos de estimación considerados.

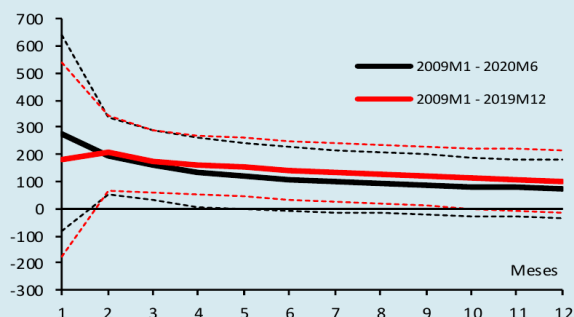
la tasa "sombra" de la Reserva Federal ya que esta toma en cuenta las políticas monetarias no convencionales implementadas después de la crisis financiera mundial (Bernanke y Reinhart, 2004).

⁵ Se emplea el método de Monte Carlo para estimar los errores estándar de las funciones de impulso respuesta usando 10,000 repeticiones.

Gráfica 2
Funciones de Impulso Respuesta de los Flujos de Inversión en Valores del Gobierno por parte de No Residentes
 Cifras en millones de dólares
 a) Índice de Aversión al Riesgo



b) Diferencial de Tasas



Nota: Las gráficas muestran la respuesta en millones de dólares de los flujos de inversión en valores gubernamentales ante un choque de una desviación estándar en el índice de aversión al riesgo y en el diferencial de tasas. El modelo VAR incluye las siguientes variables: índice de aversión al riesgo global, índice de producción industrial de Estados Unidos, actividad económica nacional (IGAE), índice nacional de precios al consumidor en México, diferencia entre la tasa de fondeo en México y la tasa de fondos federales de la Reserva Federal, tipo de cambio del peso mexicano con respecto al dólar estadounidense y los flujos de inversión en valores del gobierno por parte de no residentes. Las respuestas se presentan para un horizonte de 12 meses con intervalos de confianza del 90 por ciento.

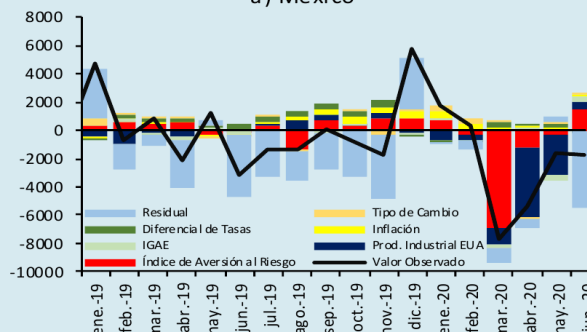
Fuente: Elaborado por Banco de México con información de Citigroup, Reserva Federal de St. Louis y Wu y Xia (2016).

4.2. Descomposición Histórica

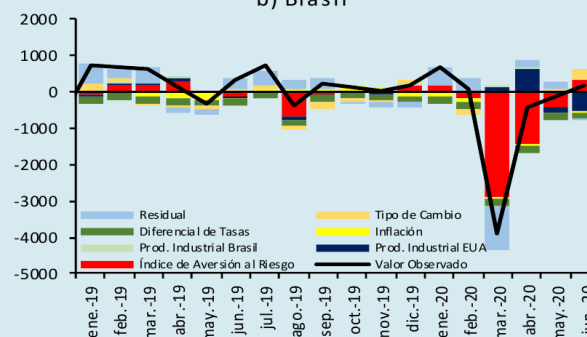
Para analizar los cambios en la importancia relativa de los determinantes de los flujos de capital en México, se estimó la descomposición histórica a partir del modelo VAR. Esta cuantifica, en cada periodo de tiempo, la contribución de cada una de las variables incluidas en el modelo para explicar los movimientos en los flujos de capital. Los resultados se presentan en el panel (a) de la Gráfica 3, donde las barras representan la contribución de cada variable para explicar la evolución de los flujos de inversión, mientras que la línea sólida representa el valor observado de dichos flujos. Por su parte, la Gráfica 4 muestra la contribución de los diferentes componentes del modelo a los flujos acumulados entre marzo y junio de 2020. Como puede observarse, los ajustes

en los portafolios de inversión en marzo respondieron, principalmente, a la mayor aversión al riesgo entre los participantes en los mercados, así como a la menor actividad económica en Estados Unidos. Posteriormente, en un contexto en que la aversión al riesgo disminuyó, principalmente ante la adopción de medidas monetarias, financieras y fiscales en las principales economías, se registraron menores salidas de capital.

Gráfica 3
Descomposición Histórica Estimada de los Flujos de Inversión en Valores del Gobierno por parte de No Residentes
 Cifras en millones de dólares
 a) México



b) Brasil

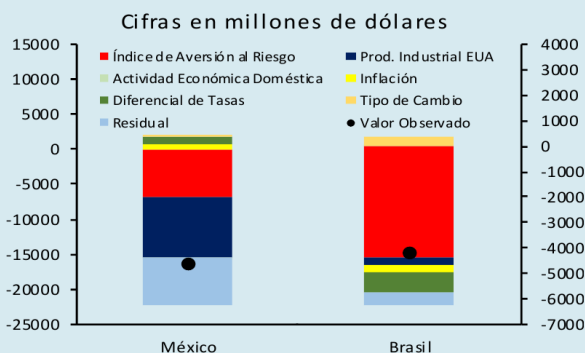


Nota: Las barras representan la contribución de cada variable para explicar la evolución de los flujos de inversión, mientras que la línea continua representa el valor observado de estos flujos. El modelo VAR incluye las siguientes variables: índice de aversión al riesgo global, índice de producción industrial de Estados Unidos, actividad económica doméstica, índice nacional de precios al consumidor doméstico, diferencia entre la tasa de política monetaria y la tasa de fondos federales de la Reserva Federal, tipo de cambio de la moneda doméstica con respecto al dólar estadounidense y los flujos de inversión en valores del gobierno por parte de no residentes. Fuente: Elaborado por Banco de México con información de Citigroup, Reserva Federal de St. Louis, Wu y Xia (2016), Banco Central de Brasil y EPFR.

El modelo también se estimó para otras economías emergentes, encontrándose los mismos resultados en cuanto a la mayor importancia relativa de la aversión al riesgo global para explicar las recientes salidas de capital en dichas economías. En el panel (b) de la Gráfica 3 se muestra la descomposición histórica para el caso de Brasil, cuyo banco central ha venido reduciendo su tasa de

referencia desde el segundo semestre de 2016.⁶ Como puede apreciarse, si bien los diferenciales de tasas de interés contribuyeron a explicar parte de la salida de capitales que se observó recientemente, el incremento en la aversión al riesgo ha tenido un papel de mayor relevancia para explicar dichos ajustes en los portafolios de inversión. Cabe señalar que los resultados también muestran que la contribución de la producción industrial de Estados Unidos es de mayor magnitud en el caso de México, lo cual probablemente se encuentre asociado al elevado grado de integración económica entre este país y Estados Unidos.

Gráfica 4
Descomposición Histórica Estimada de los Flujos de Inversión en Valores del Gobierno Acumulada de Marzo 2020 a Junio 2020



Nota: Las barras representan la contribución acumulada de cada variable para explicar la evolución de los flujos de inversión de marzo 2020 a junio 2020, mientras que los puntos representan el valor observado acumulado de estos flujos. El modelo VAR incluye las siguientes variables: índice de aversión al riesgo global, índice de producción industrial de Estados Unidos, actividad económica doméstica, índice nacional de precios al consumidor doméstico, diferencia entre la tasa de política monetaria y la tasa de fondos federales de la Reserva Federal, tipo de cambio de la moneda doméstica con respecto al dólar estadounidense y los flujos de inversión en valores del gobierno por parte de no residentes.
Fuente: Elaborado por Banco de México con información de Citigroup, Reserva Federal de St. Louis, Wu y Xia (2016), Banco Central de Brasil y EPFR.

5. Ejercicio para Panel de Economías Emergentes

Los resultados anteriores apuntan a que el pronunciado aumento en la aversión al riesgo fue el factor de mayor importancia en explicar el ajuste en los portafolios de inversión, y dicho ajuste no reflejó factores idiosincrásicos, como el diferencial entre las tasas de interés internas y externas. No obstante, ello no significa que dichos diferenciales no afecten la dinámica de los flujos de capital, principalmente en periodos con menor incertidumbre y volatilidad financiera.

Con el propósito de explorar la importancia que, en general, tienen los diferenciales de tasas de interés para la dinámica de los flujos de capital, se realizó una estimación de la importancia relativa de sus determinantes mediante un panel de 18 economías emergentes, utilizando datos mensuales de enero 2010 a mayo de 2020.⁷ Para ello se estimó el siguiente modelo:

$$\widehat{F}_{it} = a + bPMR_{i,t} + c'Z_{i,t} + d_i + \varepsilon_{i,t},$$

donde \widehat{F}_{it} representa los flujos de capital hacia la economía i en el periodo t .⁸ Por su parte, $PMR_{i,t}$ representa la postura monetaria relativa de cada economía respecto a los Estados Unidos, principal variable de interés en la regresión. Asimismo, $Z_{i,t}$ es un vector de variables que de acuerdo a la literatura influyen sobre la dinámica de los flujos de capital:⁹ la aversión al riesgo global y la actividad económica en Estados Unidos, así como la actividad económica, la prima de riesgo soberano y el tipo de cambio real de la economía i . Finalmente, d_i es una variable que captura las características de cada país que no cambian en el tiempo que pueden afectar a los flujos de capital, es decir, la estimación se realiza con efectos fijos.

La Tabla 1 presenta la estimación para los flujos totales, los flujos a mercados accionarios y los flujos a mercados de bonos, respectivamente. Los resultados sugieren que la postura monetaria relativa es un determinante importante de los flujos de capital, aun después de tomar en cuenta el efecto de las variables de control. En particular, un aumento en la tasa de referencia interna respecto de la tasa externa tiende a estar asociado con mayores flujos de capital a la economía i , ya que los activos financieros nacionales se vuelven relativamente más atractivos para los inversionistas. El resto de los resultados también son congruentes con las predicciones de la teoría económica. En particular, una mayor aversión al riesgo global y un deterioro del riesgo país tienden a reducir los flujos de capital, mientras que una mayor tasa de crecimiento económico tiende a atraer mayores flujos de capital.

⁶ El Banco Central de Brasil ha reducido su tasa de referencia de 14.25% en septiembre de 2016 a 2.25% actualmente. Para el caso de Brasil los datos mensuales de flujos de inversión en bonos por parte de no residentes se obtienen de EPFR.

⁷ Por disponibilidad de datos se consideró un conjunto de 18 economías emergentes: Brasil, Chile, China, Colombia, Corea, Filipinas, Hungría, Indonesia, Israel, Malasia, México, Perú, Polonia, Rep. Checa, Rusia, Sudáfrica, Tailandia y Turquía.

⁸ Para este ejercicio se usaron datos mensuales de EPFR. En particular se consideraron los flujos de capital totales, de acciones y de bonos. En los tres casos se normalizaron utilizando el PIB nominal tal que $\widehat{F}_{it} = \frac{F_{it}}{g_{it}} * 1000000$, con F_{it} y g_{it} los flujos y el PIB nominal (ambos en millones de dólares) de la economía i en el periodo t .

⁹ Para la postura monetaria relativa se consideró el diferencial entre la tasa de referencia de cada economía y la tasa de fondos federales de la Reserva Federal. Para la actividad económica tanto de las economías emergentes como de Estados Unidos se consideró la variación anual en el PIB real para cada trimestre y se interpoló para definir las variaciones en cada mes. Para los datos correspondientes al 2T 2020, se utilizan las expectativas de JPM de crecimiento para cada economía. Respecto del riesgo soberano se utilizó el CDS a 5 años de cada país. Como medida de la aversión al riesgo global se utilizó el índice de aversión al riesgo de Citigroup. Sin embargo, también se utilizó el índice VIX obteniéndose resultados similares. Adicionalmente se incluye el Índice de Tipo de Cambio Real Efectivo del BIS como variable de control.

Tabla 1
Coefficientes Estimados para el Modelo de Regresión con Datos de Panel

	Flujos Totales	Flujos a Acciones	Flujos a Bonos
Constante	-849.99***	-145.23	-704.75***
Postura Monetaria Relativa	50.37***	19.00***	31.36***
Crecimiento EME	37.82***	10.84	26.97**
Crecimiento EUA	428.87***	160.30***	268.56***
Aversión al Riesgo	-84.93**	11.83	-96.77***
Riesgo País	-190.09***	-107.85***	-82.23***
Tipo de Cambio Real	6.86***	1.51	5.35***

Nota: ***, ** y * indican p-valores menores a 0.01, 0.05 y 0.10, respectivamente. Se utilizan datos mensuales de enero de 2010 a mayo de 2020 para un panel de 18 economías emergentes, incluyendo: Brasil, Chile, Colombia, Corea, Filipinas, Hungría, Indonesia, Israel, Malasia, México, Perú, Polonia, Rep. Checa, Rusia, Sudáfrica, Tailandia y Turquía. La postura monetaria relativa se calcula respecto de la Tasa de Fondos Federales de los Estados Unidos con datos de Haver. Los datos trimestrales del crecimiento de cada economía se convierten a frecuencia mensual usando interpolación lineal con datos de Haver. El riesgo país se mide con el *Credit Default Swap (CDS)* de Reuters. La aversión al riesgo se mide con el índice de aversión al riesgo de Citi. Como medida del tipo de cambio se utiliza el índice de tipo de cambio real efectivo de BIS.

Fuente: Elaborado por Banco de México con información de Haver, Reuters y BIS.

6. Consideraciones Finales

Ante la pandemia del COVID-19 y las medidas adoptadas para contener su propagación, las economías emergentes han estado expuestas tanto a choques de oferta y demanda, como a un choque financiero que condujo a flujos de salida de capitales. Durante este proceso, el factor dominante en la determinación de los ajustes en los portafolios de los inversionistas parece haber sido la evolución de la aversión al riesgo global. Posteriormente,

conforme se fueron adoptando medidas monetarias, financieras y fiscales en las economías de importancia sistémica para contener los efectos negativos de la pandemia sobre la actividad económica y los mercados financieros, el sentimiento de aversión al riesgo entre los participantes en los mercados ha mostrado cierta reducción. En este contexto, es de esperarse que elementos idiosincrásicos de economías emergentes que afecten el retorno que pueden esperar los inversionistas, tales como el diferencial de tasas de interés, vayan adquiriendo una mayor relevancia en la determinación de los flujos de capital. No obstante, ante la incertidumbre sobre la recuperación económica alrededor del mundo, que depende de la dinámica de la pandemia, no puede descartarse que el choque financiero y la aversión al riesgo global se intensifiquen nuevamente, lo que podría tener implicaciones para los flujos de capital.

7. Referencias

Ahmed, S., & Zlate, A. (2014). Capital flows to emerging market economies: A brave new world?. *Journal of International Money and Finance*, 48, pp. 221-248.

Bernanke, B. S., y Reinhart, V. R. (2004). Conducting monetary policy at very low short-term interest rates. *The American Economic Review*, 94(2), pp. 85-90.

Ibarra, R., y Tellez-Leon, I. E. (2020). Are all types of capital flows driven by the same factors? Evidence from Mexico. *Empirical Economics*, 59, pp. 461-502.

Wu, J. C., y Xia, F. D. (2016). Measuring the macroeconomic impact of monetary policy at the zero lower bound. *Journal of Money, Credit and Banking*, 48(2-3), pp. 253-291.

5. Previsiones y Balance de Riesgos

5.1. Previsiones para la Actividad Económica

Crecimiento de la economía nacional: La evolución de la pandemia de COVID-19 aún está en proceso, tanto a nivel global como nacional, por lo que persiste un alto grado de incertidumbre para cualquier proyección de la actividad económica de México. En particular, aún es incierta la duración de la pandemia, lo que, a su vez, implica incertidumbre sobre la duración y profundidad de las medidas de contención y de distanciamiento social que será necesario mantener o de sus repercusiones de mediano y largo plazo sobre la economía. En particular, existen riesgos de brotes adicionales y se desconoce cuándo podría haber un tratamiento efectivo o vacuna disponible. Todo lo anterior incide en los tiempos y el ritmo en los que podría esperarse una recuperación y normalización de la actividad económica nacional.²⁴ Además, es posible que la reactivación presente altibajos e intermitencias, particularmente desde una visión de más alta frecuencia, y que, como resultado de diferencias en los retos que se enfrentan para una recuperación plena, la dinámica entre sectores y regiones no sea uniforme.

Ante esta incertidumbre, como se señaló en el Informe Trimestral Enero – Marzo, se considera que en la coyuntura actual no es posible presentar un escenario central de pronósticos de actividad económica de México como el que usualmente el Banco de México da a conocer en sus Informes Trimestrales, toda vez que un escenario así podría sugerir un nivel de precisión mayor al que el entorno actual o la información disponible permite alcanzar. En este sentido, se considera que contemplar distintos escenarios como los incluidos en el Informe anterior sobre posibles trayectorias para la actividad económica en el país continúa siendo pertinente para contar con una perspectiva amplia del posible comportamiento del PIB en 2020 y 2021. Así, manteniendo el enfoque del Informe anterior y con base en la información disponible, se presentan escenarios de “afectaciones tipo V, V profunda y U profunda”, que difieren respecto al ritmo de la recuperación de la actividad económica. Dado que

ahora se tiene información más precisa para cuantificar la magnitud del choque en el segundo trimestre sobre el producto, que con datos mensuales presentó su nivel más bajo en mayo y cierta recuperación en junio, la principal diferencia entre estos escenarios radica en la duración de las afectaciones y el ritmo de normalización de la actividad económica a partir del tercer trimestre (Gráfica 102):

En el escenario de “afectación tipo V” se supone que la recuperación observada en junio –luego de la reapertura de diversos sectores y el relajamiento de ciertas medidas de distanciamiento social– perdura a un ritmo elevado en el tercer trimestre, de modo que se observa un repunte importante de la actividad en ese periodo, para después continuar con una recuperación gradual en el resto del horizonte de pronóstico. La variación del PIB en este escenario para 2020 se revisa de -4.6 a -8.8% y para 2021 de 4.0 a 5.6%.

En el escenario de “afectación tipo V profunda” se supone que, como resultado de la reapertura, en el tercer trimestre se presenta una reactivación de la actividad, si bien menor que en el escenario anterior, y que posteriormente se observa una recuperación con mayor gradualidad durante el resto del horizonte de pronóstico, como reflejo de una posible mayor persistencia de la pandemia en el país, de un levantamiento paulatino de las medidas adoptadas para hacerle frente, y de una lenta recuperación de la economía global. La variación del PIB en este escenario para 2020 se revisa de -8.8 a -11.3% y para 2021 de 4.1 a 2.8%.

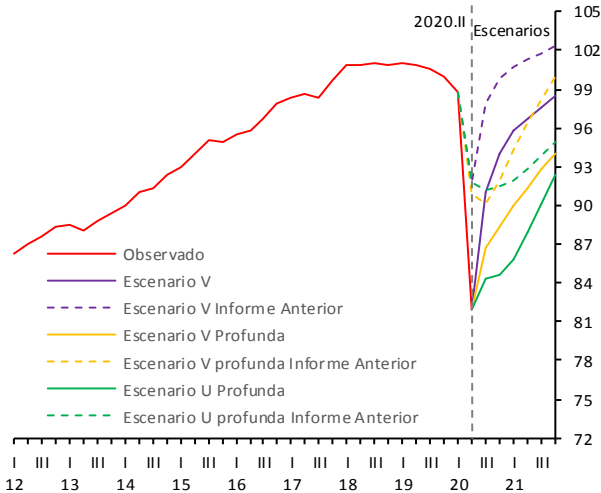
Finalmente, en el escenario de “afectación tipo U” profunda se supone que la debilidad de la actividad económica causada por el choque en el primer semestre de 2020 se extiende durante el resto del año, derivado de una posible intensificación de la pandemia o del resurgimiento de mayores brotes a nivel mundial, además de afectaciones más persistentes en la demanda y en la oferta. La variación del PIB en este escenario para 2020 se revisa de -8.3 a -12.8% y para 2021 de -0.5 a 1.3%.

²⁴ Dicho desempeño también responderá a los efectos de la pandemia a nivel global. De acuerdo con los analistas encuestados por Blue Chip en agosto de 2020, se esperan variaciones de la producción industrial en

Estados Unidos para 2020 y 2021 de -8.4 y 3.4%, las cuales se comparan con las de -8.7 y 3.2%, reportadas en el Informe anterior.

Conforme se vaya disponiendo de mayor información sobre la dinámica de la propia pandemia y sus afectaciones a la actividad económica se podrá determinar qué tipo de escenario es el que se estará materializando. Es necesario enfatizar que prevalece el riesgo de que la actividad económica pudiera presentar trayectorias inferiores o superiores a las descritas.

Gráfica 102
Estimación del PIB de México
 Índices base 2019 T4 = 100, a. e.



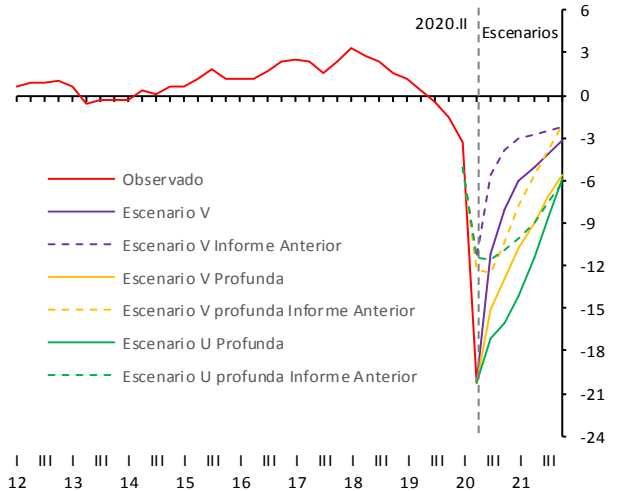
a. e. Cifras ajustadas por estacionalidad.

Nota: Parte de la diferencia en las nuevas trayectorias respecto a las anteriores se explica por el cambio en el modelo de ajuste estacional oficial aplicado por el INEGI. En los escenarios del Informe Actual el pronóstico inicia en 2020 T3 y en el caso de los escenarios del Informe Anterior el pronóstico iniciaba en 2020 T2.

Fuente: INEGI y Banco de México.

Con respecto a la posición cíclica de la economía, bajo todos los escenarios, se espera que las condiciones de holgura se mantengan considerablemente relajadas a lo largo de todo el horizonte de pronóstico (Gráfica 103).

Gráfica 103
Estimación de la Brecha del Producto, a. e.
 Porcentaje del producto potencial



a. e. Cifras ajustadas por estacionalidad.

Nota: Parte de la diferencia en las nuevas trayectorias respecto a las anteriores se explica por el cambio en el modelo de ajuste estacional oficial aplicado por el INEGI. En los escenarios del Informe Actual el pronóstico inicia en 2020 T3 y en el caso de los escenarios del Informe Anterior el pronóstico iniciaba en 2020 T2.

Fuente: Banco de México.

Empleo: Si bien se cuenta con mayor información sobre la evolución del número de puestos de trabajo afiliados al IMSS, la incertidumbre en torno a las previsiones de crecimiento continúa traduciéndose, a su vez, en incertidumbre respecto de las expectativas para su variación. De este modo, con base en los escenarios descritos se presenta un rango amplio de posibles resultados para este indicador. Así, en 2020 podría observarse una variación negativa de entre 1,100 y 750 mil puestos de trabajo, en tanto que para 2021 se podría presentar una variación de entre 100 y 450 mil puestos de trabajo.

Cuenta Corriente: La incertidumbre sobre el desempeño del comercio internacional y la actividad económica tanto a nivel interno como global, aunado a la volatilidad del tipo de cambio, también se traducen en una amplia incertidumbre sobre los flujos comerciales y demás rubros de la cuenta corriente. Por ello, al igual que con las demás previsiones incluidas en este Informe, se presenta un rango amplio para las expectativas de los saldos de cuenta corriente y balanza comercial. Así, para 2020 se podría observar un saldo en la balanza comercial de entre 3.3 y 8.8 miles de millones de dólares (0.3 y 0.9% del PIB) y un saldo en la cuenta corriente de entre -6.0 y 5.0 miles de millones de dólares (-0.6 y 0.5% del PIB). Para 2021 se podría registrar un saldo en la balanza comercial de entre -5.7 y 4.2 miles de millones de dólares (-0.5 y 0.4% del PIB) y un saldo en la cuenta corriente de entre -18.1 y -2.3 miles de millones de dólares (-1.5 y -0.2% del PIB).

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

- i. Que, con el objetivo de evitar mayores contagios o ante el surgimiento de rebrotes, se prolonguen las medidas de distanciamiento social o se retomen medidas más estrictas, ocasionando una mayor o más prolongada afectación de la actividad económica que la esperada; ello tanto a nivel global, como nacional.
- ii. Que se observen episodios adicionales de volatilidad en los mercados financieros internacionales originados por una mayor aversión al riesgo o por una pérdida de confianza de los inversionistas dependiendo de la evolución del brote de COVID-19 a nivel mundial, o como resultado de otros acontecimientos, tales como el proceso electoral en Estados Unidos u otros elementos geopolíticos o de comercio internacional, afectando los flujos de financiamiento disponibles para las economías emergentes.

- iii. Que las medidas de apoyo adoptadas, tanto a nivel nacional, como internacional, no sean efectivas o de suficiente alcance para evitar cambios en la estructura productiva más duraderos como resultado, por ejemplo, de quiebras de establecimientos o histéresis en el desempleo.
- iv. Que las secuelas de las afectaciones causadas por la pandemia sobre la economía sean más permanentes si, por ejemplo, implican rompimientos en las cadenas globales de valor o posiciones más proteccionistas en distintos países.
- v. Que se observen deterioros adicionales en la calificación de la deuda soberana y la de Pemex, lo que podría afectar el acceso a los mercados financieros.
- vi. Que persista la debilidad de los componentes de la demanda agregada que venían presentando incluso antes del episodio de pandemia. En particular, que persista el ambiente de incertidumbre interna que ha afectado a la inversión y que ello ocasione que se difieran aún más planes de inversión o que los consumidores reduzcan su gasto de manera precautoria.

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

- i. Que la pandemia se disipe antes de lo esperado, posiblemente como resultado de nuevos tratamientos o de la introducción de una vacuna efectiva, apoyando la confianza en la economía y las expectativas de una recuperación vigorosa.
- ii. Que los estímulos que se han otorgado a nivel internacional y nacional sean efectivos para proteger el empleo y la planta productiva, preservar las cadenas globales de valor, reducir los riesgos sistémicos, restaurar la confianza de consumidores e inversionistas, y, en general, contrarrestar las secuelas de la pandemia y apoyar la recuperación de la economía global.
- iii. Que la reciente entrada en vigor del T-MEC propicie una inversión mayor a la esperada.

5.2. Previsiones para la Inflación

La incertidumbre que prevalece sobre la evolución de la pandemia y los efectos sobre la actividad económica también implica que el panorama para la inflación continúa siendo incierto. Así, se construyeron distintas sendas para la posible evolución de la inflación de acuerdo con los distintos escenarios presentados con respecto a la actividad económica. Estas trayectorias toman en cuenta las presiones a la baja y al alza que enfrentaría la inflación en cada caso.

De manera análoga con el Informe Trimestral anterior, de las previsiones de inflación resultantes de los tres escenarios, en las Gráficas 104a y 104b se presentan barras azules para indicar el mínimo y el máximo que esta alcanzaría en las estimaciones para cada uno de los trimestres en el horizonte de pronóstico, para la inflación general y subyacente, respectivamente. Si la inflación se ubicara en el centro de estas barras se tendría la trayectoria que se ilustra con la línea azul y que es la que se reporta en el Cuadro 5, mientras que la línea amarilla punteada se refiere a la trayectoria equivalente del Informe previo. La incertidumbre en torno a la senda para el informe actual se puede representar con el área sombreada en rojo en las Gráficas 104a y 104b, la cual corresponde a las áreas de las gráficas de abanico que usualmente se presentan, pero debido a que en el entorno actual es difícil identificar el efecto de distintos choques sobre la inflación, en esta ocasión no se indican los distintos rangos de probabilidad.²⁵

Se puede apreciar para la inflación general que si bien los recientes aumentos modifican ligeramente al alza su trayectoria prevista en el corto plazo, se anticipa que el aumento en la inflación sea transitorio, por lo que en el mediano plazo las previsiones se mantienen en niveles similares y, en particular, en el horizonte de pronóstico de 12 a 24 meses se prevé que se ubique alrededor de 3%. En específico, para los distintos escenarios los pronósticos para la inflación general anual se ajustan al alza hasta el segundo trimestre de 2021 debido, principalmente, a la revisión considerada para la inflación no subyacente asociada al comportamiento al alza que han

presentado los precios de los energéticos respecto a lo previsto en el Informe anterior. A partir del tercer trimestre de 2021, los pronósticos para la inflación general son similares a los del Informe anterior. Esto último se debe al efecto aritmético a la baja sobre la inflación no subyacente en ese trimestre, resultado de los aumentos que se han registrado en lo que va del mismo trimestre del año en curso, lo cual sería parcialmente contrarrestado por el ligero ajuste al alza que se prevé para la inflación subyacente para ese horizonte.

Para la inflación subyacente, también se anticipa que en el horizonte de pronóstico de 12 a 24 meses se ubique alrededor de 3%. En este caso, los pronósticos se mantienen en niveles cercanos a los previstos en el Informe anterior durante todo el horizonte de pronóstico, si bien, como se señaló, con un ligero ajuste al alza a partir del segundo trimestre de 2021, el cual refleja el comportamiento que han presentado las mercancías en el contexto de la pandemia y que sugiere que podrían presentar variaciones anuales mayores a las anteriormente anticipadas hacia delante. Además, se continúa esperando que la inflación subyacente presente una tendencia a la baja reflejando la previsión de que se vayan desvaneciendo los choques a los que ha estado expuesta y se hagan más evidentes los efectos de la holgura en la economía.

La evolución de la inflación ha estado afectada por varios choques de diferentes magnitudes y en distintas direcciones, situación que plantea retos y disyuntivas importantes para la conducción de la política monetaria. Así, algunos choques como la depreciación del tipo de cambio, las interrupciones en las cadenas globales de valor o el encarecimiento de insumos, se conjugan con cambios en la recomposición del gasto de los hogares; todo ello en un contexto de amplia holgura en la economía. Es por ello que en este entorno en el que prevalece incertidumbre sobre las presiones tanto a la baja como al alza que pudiera enfrentar la inflación hacia delante, el balance de riesgos para la inflación se mantiene incierto. En particular, se consideran los siguientes riesgos.

²⁵ Para mayor precisión, el área roja de las gráficas de abanico se estima únicamente para la trayectoria en la que la inflación se ubicara en el centro de las barras azules, que a su vez representan, para cada

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

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.
- iii. Una menor demanda en ciertos bienes y servicios ante las medidas de distanciamiento o la preocupación por el contagio, que implique un cambio en precios relativos y que influya a la baja en la inflación.
- iv. Que el tipo de cambio se ubique por debajo de lo anticipado.
- v. Que se reviertan los incrementos recientes en los precios de los energéticos.

Al alza:

- i. Episodios adicionales de depreciación del tipo de cambio.
- ii. Problemas logísticos y de suministro de algunos bienes y servicios y mayores costos asociados a la adopción de medidas sanitarias.
- iii. Que se incremente la demanda relativa por ciertos bienes en el contexto de la contingencia sanitaria, presionando los precios al alza.
- iv. Que se observe una mayor persistencia de la inflación subyacente.

- v. Que se presenten mayores incrementos en los precios de los energéticos.

Asimismo, considerando los choques que se están enfrentando, podrían presentarse no linealidades o efectos adicionales a los usuales que den lugar a que la inflación tuviera respuestas distintas a las observadas en circunstancias menos extremas. En efecto, el traspaso del tipo de cambio a los precios podría ser menor ante la caída tan pronunciada en la actividad económica. Además, la holgura podría tener un efecto más inmediato respecto al rezago con el que usualmente se aprecian sus consecuencias sobre los precios. La debilidad generalizada a nivel global podría dar lugar a caídas en los precios de distintos insumos o bienes finales a nivel internacional que también se reflejen en presiones a la baja en los precios en México. Por el contrario, la depreciación del tipo de cambio podría percibirse como más persistente, generando un mayor traspaso. Que la pandemia siga afectando los términos, condiciones y costos con los que se provean diversos bienes y servicios en la economía. Las presiones que la pandemia tenga sobre las finanzas públicas podrían dar lugar a incrementos en las primas de riesgo, presionando el tipo de cambio aún más. Asimismo, ante la incertidumbre o restricciones de suministro, los fijadores de precios podrían decidir no disminuir sus precios a pesar de la holgura en la economía y esperar a la normalización de la demanda.

Cuadro 5
Pronósticos de la inflación General, Subyacente y No Subyacente

	Variación anual en por ciento										
	2020				2021				2022		
	I	II	III	IV	I	II	III	IV	I	II	
INPC											
Informe Actual ^{1/}	3.4	2.8	3.9	3.7	3.6	4.2	3.1	2.9	2.8	2.8	
Informe IT 2020 ^{2/}	3.4	2.7	3.5	3.5	3.4	4.0	3.2	3.0	2.9		
Subyacente											
Informe Actual ^{1/}	3.7	3.6	3.9	3.8	3.8	3.5	3.0	2.8	2.7	2.7	
Informe IT 2020 ^{2/}	3.7	3.7	3.8	3.8	3.7	3.2	2.7	2.6	2.5		

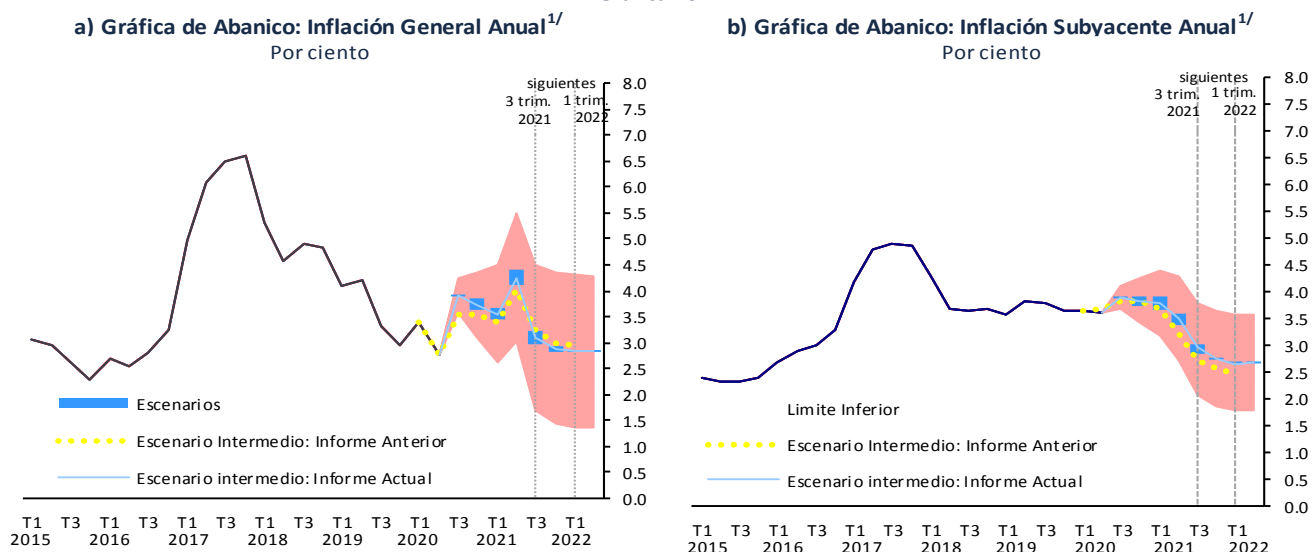
Nota: se estimaron las trayectorias para la inflación con base en la evolución de las variables macroeconómicas en los tres escenarios reportados en esta sección. Para cada uno de los trimestres en el horizonte de pronóstico, se calculó el mínimo y el máximo de inflación de entre los escenarios. Se reporta en este Cuadro la trayectoria de la inflación si esta se ubicara en un punto equidistante a dichos máximos y mínimos en el horizonte de previsiones.

1/ Pronóstico a partir de agosto de 2020.

2/ Pronóstico a partir de mayo de 2020.

Fuente: Banco de México e INEGI.

Gráfica 104



1/ Promedio trimestral de la inflación anual. Se señalan con líneas verticales punteadas los próximos cuatro y seis trimestres a partir del tercer trimestre de 2020 es decir, el tercer trimestre de 2021 y el primer trimestre de 2022 respectivamente, lapsos en los que los canales de transmisión de la política monetaria operan a cabalidad. Se estimaron las trayectorias para la inflación con base en la evolución de las variables macroeconómicas en los tres escenarios reportados en este Informe. Las barras azules indican el mínimo y el máximo de inflación de entre los escenarios para cada uno de los trimestres en el horizonte de pronóstico. El área roja corresponde al área de las gráficas de abanico que usualmente se presentan para una trayectoria en la que la inflación se ubicara en un punto equidistante a dichos máximos y mínimos en el horizonte de previsiones y que corresponde al reportado en el Cuadro 5.

Fuente: Banco de México e INEGI.

La pandemia de COVID-19 representa un importante reto de diseño e implementación de política económica para alcanzar una recuperación generalizada y expedita de la actividad que evite afectaciones de carácter más permanente sobre la economía. Por una parte, se requiere preservar los fundamentos macroeconómicos de la economía mexicana y adoptar las acciones necesarias en el ámbito monetario y fiscal. Por otra parte, resulta imperativo seguir trabajando en corregir los problemas institucionales y estructurales que han propiciado bajos niveles de inversión y que han impedido al país aumentar su productividad, afectando el crecimiento potencial del país. Así, ante las circunstancias presentes es indispensable mejorar la percepción sobre el clima de negocios en el país y reducir la incertidumbre económica interna. En este contexto, el hecho de que con la entrada en vigor del T-MEC se preserva y se profundiza la integración económica de Norte América elimina uno de los factores de incertidumbre que han incidido negativamente sobre el desempeño de la economía.

No obstante, dicho impulso podría ser insuficiente si no se atienden tareas pendientes tales como propiciar las condiciones que permitan atraer una mayor inversión, promover mayor competencia en beneficio de los consumidores y generar la flexibilidad en la asignación de recursos y el buen funcionamiento microeconómico que son necesarios para enfrentar, en el corto plazo, la crisis sanitaria y, en el mediano plazo, los ajustes y reacomodos en el funcionamiento de la economía que esta conlleve. Del mismo modo, como se ha mencionado en Informes anteriores, se deben encaminar políticas que fortalezcan el estado de derecho, que combatan la inseguridad, la corrupción y la impunidad, y que garanticen el respeto a los derechos de propiedad. En conjunto, todas estas medidas permitirán una recuperación más firme de la actividad económica y del empleo e impulsarán la acumulación de capital y el crecimiento de la productividad que redunden en mejores oportunidades de desarrollo y un mayor bienestar para toda la población.

Anexo 1. Publicaciones del Banco de México en el Trimestre Abril - Junio 2020

1. Publicaciones

1.1. Informes Trimestrales

27/05/2020	Informe Trimestral, enero-marzo 2020
27/05/2020	Recuadro 1. Medidas de Distintas Economías para Enfrentar la Pandemia de COVID-19
27/05/2020	Recuadro 2. Estimación Ex-Ante del Impacto de la Pandemia de COVID-19 sobre la Actividad Económica en México
27/05/2020	Recuadro 3. Empleo Formal ante la Pandemia de COVID-19
27/05/2020	Recuadro 4. El Impacto del Relajamiento Monetario sobre el Costo de Financiamiento de las Empresas
27/05/2020	Recuadro 5. Número de Variedades de Productos Disponibles en Sitios Web de Supermercado en el Contexto de la Pandemia de COVID-19
27/05/2020	Recuadro 6. Revisiones Recientes a la Calificación Crediticia de México y Pemex
27/05/2020	Recuadro 7. Políticas Económicas Consideradas en México para Enfrentar el Panorama Adverso Generado por la Pandemia de COVID-19

1.2. Reportes

10/06/2020	Reporte de Estabilidad Financiera, junio 2020
11/06/2020	Reporte sobre las Economías Regionales, enero-marzo 2020
11/06/2020	Recuadro 1. Propagación del COVID-19 en las Regiones de México
11/06/2020	Recuadro 2. Afectaciones en las Empresas por la Contingencia ante la Propagación de COVID-19
11/06/2020	Recuadro 3. Impacto de la Pandemia de COVID-19 en el Transporte Aéreo de Pasajeros en las Regiones de México
11/06/2020	Recuadro 4. La Pandemia de COVID-19 y sus Efectos sobre el Empleo de las Regiones
11/06/2020	Recuadro 5. La Distribución en Puntos de Venta al por Mayor de Frutas y Hortalizas en México

1.3. Informes sobre las infraestructuras de los mercados financieros

01/04/2020	Informe Anual sobre las Infraestructuras de los Mercados Financieros 2019
------------	---

2. Documentos de investigación

02/06/2020	2020-04 Tecnologías de automatización y empleo bajo riesgo: El caso de México (Disponible sólo en inglés)
02/06/2020	2020-05 La eficacia de las deducciones fiscales por contratación en áreas deprimidas
26/06/2020	2020-06 Integración económica México-Estados Unidos y su aprovechamiento regional en México
26/06/2020	2020-07 Migración Norte-Norte y aglomeración en la Unión Europea 15 (Disponible sólo en inglés)
26/06/2020	2020-08 La relación comercial bilateral entre México y Estados Unidos desde una óptica de valor agregado (Disponible sólo en inglés)

3. Comunicados

3.1. Política monetaria

3.1.1. Anuncios de las decisiones de política monetaria

21/04/2020	El objetivo para la Tasa de Interés Interbancaria a 1 día (tasa objetivo) disminuye en 50 puntos base
14/05/2020	El objetivo para la Tasa de Interés Interbancaria a 1 día (tasa objetivo) disminuye en 50 puntos base
25/06/2020	El objetivo para la Tasa de Interés Interbancaria a 1 día (tasa objetivo) disminuye en 50 puntos base

3.1.2. Minutas de las decisiones de política monetaria

03/04/2020	Minuta de la 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
05/05/2020	Minuta de la reunión de la Junta de Gobierno del Banco de México, con motivo de la decisión de política monetaria anunciada el 21 de abril de 2020
28/05/2020	Minuta de la reunión de la Junta de Gobierno del Banco de México, con motivo de la decisión de política monetaria anunciada el 14 de mayo de 2020

3.2. Banco de México

3.2.1. Estado de cuenta semanal

07/04/2020	Estado de cuenta del Banco de México de la semana al 3 de abril y del mes de marzo de 2020
14/04/2020	Estado de cuenta del Banco de México de la semana al 8 de abril de 2020
21/04/2020	Estado de cuenta del Banco de México de la semana al 17 de abril de 2020
28/04/2020	Estado de cuenta del Banco de México de la semana al 24 de abril de 2020
05/05/2020	Estado de cuenta del Banco de México de la semana al 30 de abril y del mes de abril de 2020
12/05/2020	Estado de cuenta del Banco de México de la semana al 8 de mayo de 2020
19/05/2020	Estado de cuenta del Banco de México de la semana al 15 de mayo de 2020
26/05/2020	Estado de cuenta del Banco de México de la semana al 22 de mayo de 2020
02/06/2020	Estado de cuenta del Banco de México de la semana al 29 de mayo y del mes de mayo de 2020
09/06/2020	Estado de cuenta del Banco de México de la semana al 5 de junio de 2020
16/06/2020	Estado de cuenta del Banco de México de la semana al 12 de junio de 2020
23/06/2020	Estado de cuenta del Banco de México de la semana al 19 de junio de 2020
30/06/2020	Estado de cuenta del Banco de México de la semana al 26 de junio de 2020

3.2.2. Información semanal del Estado de Cuenta Consolidado

07/04/2020	Información semanal al 3 de abril de 2020
------------	---

14/04/2020	Información semanal al 8 de abril de 2020
21/04/2020	Información semanal al 17 de abril de 2020
28/04/2020	Información semanal al 24 de abril de 2020
05/05/2020	Información semanal al 30 de abril de 2020
12/05/2020	Información semanal al 8 de mayo de 2020
19/05/2020	Información semanal al 15 de mayo de 2020
26/05/2020	Información semanal al 22 de mayo de 2020
02/06/2020	Información semanal al 29 de mayo de 2020
09/06/2020	Información semanal al 5 de junio de 2020
16/06/2020	Información semanal al 12 de junio de 2020
23/06/2020	Información semanal al 19 de junio de 2020
30/06/2020	Información semanal al 26 de junio de 2020

3.2.3. Estado de Cuenta Consolidado mensual y Balance General Anual

22/04/2020	Estados Financieros Dictaminados de 2019
22/04/2020	Estados Financieros diciembre de 2019
22/04/2020	Estados Financieros enero, febrero y marzo de 2020
20/05/2020	30 de abril de 2020
19/06/2020	31 de mayo de 2020

3.3. Sector financiero

3.3.1. Agregados monetarios y actividad financiera

30/04/2020	Agregados monetarios y actividad financiera en marzo de 2020
29/05/2020	Agregados monetarios y actividad financiera en abril de 2020
30/06/2020	Agregados monetarios y actividad financiera en mayo 2020

3.3.2. Anuncios de la Comisión de Cambios

02/04/2020	Subastas de crédito en dólares por parte de Banco de México a través del uso de la línea "swap" con la Reserva Federal de Estados Unidos
22/06/2020	Subastas de financiamiento en dólares por parte de Banco de México a través del uso de la línea "swap" con la Reserva Federal de Estados Unidos

3.4. Sector externo

3.4.1. Balanza de pagos

25/05/2020	La balanza de pagos en el primer trimestre de 2020
------------	--

3.4.2. Información revisada de comercio exterior

13/04/2020	Febrero de 2020
------------	-----------------

08/05/2020 | Marzo de 2020

10/06/2020 | Abril de 2020

3.5. Resultados de encuestas

3.5.1. Evolución trimestral del financiamiento a las empresas

20/05/2020 | Evolución trimestral del financiamiento a las empresas durante el trimestre enero-marzo de 2020

3.5.2. Encuesta nacional sobre la confianza del consumidor

03/04/2020 | Indicador de confianza del consumidor: marzo 2020

3.5.3. Encuestas sobre las expectativas de los especialistas en economía del sector privado

01/04/2020 | Encuesta sobre las expectativas de los especialistas en economía del sector privado: marzo 2020

04/05/2020 | Encuesta sobre las expectativas de los especialistas en economía del sector privado: abril 2020

01/06/2020 | Encuesta sobre las expectativas de los especialistas en economía del sector privado: mayo 2020

3.5.4. Encuesta sobre condiciones generales y estándares en el mercado de crédito bancario (EnBan)

07/05/2020 | Encuesta sobre condiciones generales y estándares en el mercado de crédito bancario durante el trimestre enero-marzo de 2020

3.5.5. Indicadores de opinión empresarial

01/04/2020 | Indicador de pedidos manufactureros: marzo 2019

04/05/2020 | Indicador de pedidos manufactureros: abril 2020

01/06/2020 | Indicador de pedidos manufactureros: mayo 2020

3.6. Misceláneos

01/04/2020 | El Consejo de Estabilidad del Sistema Financiero actualiza su balance de riesgos

08/04/2020 | Sesión hoy el Comité de Regulación de Liquidez Bancaria

10/04/2020 | Precisión en relación a la Circular 8/2020 en torno a la operación de los corresponsales de caja

16/04/2020 | Encuentro entre el Presidente de la República y el Gobernador del Banco de México

21/04/2020 | Medidas adicionales 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

15/05/2020 | Consulta pública sobre los proyectos de disposiciones en materia de cuentas de depósitos para menores de edad y montos máximos provisionales para cuentas nivel 2

19/05/2020 | Banco de México y Naciones Unidas a través de sus programas de medio ambiente (PNUMA) y desarrollo (PNUD) presentan un reporte sobre estrategias y metodologías para mitigar riesgos ambientales y sociales en el sistema financiero mexicano

05/06/2020 | El Grupo Consultivo Regional para las Américas del Consejo de Estabilidad Financiera (FSB) discutió las vulnerabilidades financieras y el impacto del COVID-19

09/06/2020	Consulta pública del proyecto de disposiciones de carácter general aplicables a la emisión electrónica de títulos
11/06/2020	Estudiantes de licenciatura evalúan los retos que enfrenta el Banco de México frente a la pandemia Covid-19 en el certamen "Reto Banxico"
30/06/2020	Inicia proceso de liquidación de Banco Ahorro Famsa, S.A., Institución de Banca Múltiple
30/06/2020	El Consejo de Estabilidad del Sistema Financiero actualiza su balance de riesgos
22/04/2020	Puesta en circulación de una nueva moneda de veinte pesos, con doce lados y con elementos de seguridad adicionales

3.7. Circulares emitidas por el Banco de México

01/04/2020	Modificaciones a la Circular 8/2009 (Subastas de crédito en dólares de los EE.UU.A.)
01/04/2020	Modificaciones a la Circular 10/2015 (Ejercicio del financiamiento otorgado por el Banco de México para cubrir necesidades de liquidez adicionales ordinarias)
01/04/2020	Modificaciones a la Circular 5/2011 (Procedimiento para actuar como formadores de mercado de valores gubernamentales)
01/04/2020	Modificaciones a la Circular 7/2011 (Procedimiento para que los formadores de mercado ejerzan el derecho de compra de valores gubernamentales y celebren operaciones de préstamo sobre dichos valores con el Banco de México en su carácter de agente financiero del Gobierno Federal)
01/04/2020	Modificaciones a la Circular 9/2014 (Depósitos de Regulación Monetaria)
09/04/2020	Circular 8/2020 (Medidas provisionales de operaciones y corresponsalías de caja, en relación con la pandemia de COVID-19)
09/04/2020	Circular 9/2020 (Medidas provisionales aplicables a las obligaciones de reporte de información, en relación con la pandemia de COVID-19)
09/04/2020	Circular 10/2020 (Medidas provisionales aplicables a las obligaciones de reporte de información, en relación con la pandemia de COVID-19)
09/04/2020	Circular 11/2020 (Medidas provisionales aplicables a las obligaciones de reporte de información, en relación con la pandemia de COVID-19)
09/04/2020	Circular 12/2020 (Exenciones provisionales en relación con la pandemia de COVID-19)
14/04/2020	Modificaciones a las Reglas conjuntas Banco de México-CNBV (Requerimientos de liquidez para las instituciones de banca múltiple)
17/04/2020	Circular 13/2020 (Medidas provisionales en materia de montos de pago mínimo aplicables a créditos, préstamos o financiamientos revolventes asociados a tarjetas de crédito, en relación con la pandemia de COVID-19)
22/04/2020	Modificaciones a la Circular Operaciones de caja (Puesta en circulación de una moneda de \$20, conmemorativa por los 500 años de la fundación de la ciudad y puerto de Veracruz)

08/05/2020	Modificaciones a la 8/2020 (Medidas provisionales de operaciones y corresponsalías de caja, en relación con la pandemia de COVID-19)
13/05/2020	Modificaciones a la 10/2015 (Financiamiento otorgado por el Banco de México para cubrir necesidades de liquidez adicionales ordinarias)
19/05/2020	Circular 16/2020 (Facilidad temporal de operaciones de préstamo de valores con el Banco de México)
19/05/2020	Circular 17/2020 (Operaciones de reporto de valores gubernamentales con el Banco de México para cubrir necesidades de liquidez)
19/05/2020	Circular 18/2020 (Operaciones de reporto de títulos corporativos con el Banco de México para cubrir necesidades de liquidez)
02/06/2020	Modificaciones a la Circular Reportos (Operaciones de reporto)
02/06/2020	Circular 20/2020 (Provisión de recursos a las instituciones de crédito para canalizar crédito a las micro, pequeñas y medianas empresas, así como a las personas físicas)
02/06/2020	Modificaciones a la Circular 12/2020 (Exenciones provisionales en relación con la pandemia de COVID-19)
02/06/2020	Circular 22/2020 (Medidas provisionales en materia de montos de pago mínimo aplicables a créditos, préstamos o financiamientos revolventes asociados a tarjetas de crédito, en relación con la pandemia de COVID-19)
05/06/2020	Modificaciones a la Circular 3/2012 (Cuentas de depósito para adolescentes y montos máximos provisionales para cuentas nivel 2)
05/06/2020	Modificaciones a la Circular 22/2010 (Cuentas de depósito para adolescentes)
08/06/2020	Modificaciones a las Reglas conjuntas Banco de México-CNBV-SHCP (Mercado de contratos de derivados)
19/06/2020	Circular 25/2020 (Financiamientos del Banco de México garantizados con activos crediticios calificados de la banca, para su canalización a las micro, pequeñas y medianas empresas)
19/06/2020	Modificaciones a la 8/2009 (Subastas de crédito en dólares de los EE.UU.A.)
01/04/2020	Modificaciones a la Circular 8/2009 (Subastas de crédito en dólares de los EE.UU.A.)



BANCO DE MÉXICO

Agosto 2020

www.banxico.org.mx