

## Resumen

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

COVID-19 La pandemia de ha afectado considerablemente a la actividad económica mundial. Ello ha dado lugar a revisiones sin precedente de las expectativas económicas, las cuales incorporan una fuerte contracción de la actividad productiva en 2020. Esto a su vez ha propiciado una marcada disminución en los precios de las materias primas, especialmente del petróleo, cuyos precios, ante la expectativa de una menor demanda y la falta de capacidad de han almacenamiento, mostrado reducciones importantes, ello a pesar del acuerdo alcanzado entre productores de disminuir la oferta. La caída en los precios de la energía y la menor demanda como resultado de la pandemia ha resultado en una disminución de la inflación general en la mayoría de las economías, en algunos casos manteniéndose por debajo de los objetivos de sus respectivos bancos centrales. Todo lo anterior ha llevado a diversos bancos centrales a reducir significativamente sus tasas de interés y a implementar otras medidas extraordinarias para promover el buen funcionamiento de sus sistemas financieros. Asimismo, diversos países han instrumentado medidas de estímulo fiscal para atenuar los efectos adversos en el empleo y en los ingresos de hogares y empresas. Asimismo, los efectos de la pandemia han conducido a un deterioro importante en las condiciones financieras globales, provocando una recomposición de los portafolios de los inversionistas hacia activos de menor riesgo y la mayor contracción de que se tenga registro en la tenencia de activos de economías emergentes, especialmente instrumentos de renta fija. Las acciones adoptadas por las economías avanzadas para proveer liquidez y restablecer el financiamiento han contribuido para que los mercados financieros internacionales exhiban un comportamiento más estable. No obstante, las condiciones financieras globales seguirán sujetas a las perspectivas sobre los efectos de la pandemia.

Diversos países han implementado medidas económicas extraordinarias para mitigar las consecuencias negativas de la pandemia en los ingresos de los hogares, proteger empleos y contener la propagación de efectos entre el sector real y financiero. Estas medidas, las cuales comprenden política fiscal, monetaria, cambiaria y del sector financiero, se describen en el recuadro titulado Medidas de Distintas Economías para Enfrentar la Pandemia de COVID-19. Para superar la crisis, deben utilizarse todos los instrumentos de política pública disponibles de manera decisiva y coordinada. Para las economías emergentes, el reto es mayor, pues además de la emergencia sanitaria, la contracción económica y apretamiento de condiciones financieras, estos países se han visto afectados por el incremento en la aversión al riesgo, la caída en los precios de las materias primas y, en algunos casos, las revisiones a la baja en sus calificaciones crediticias. Esto ha generado disyuntivas importantes en estas economías, limitando la respuesta de política en comparación con las principales economías avanzadas.

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

- i. Choque de oferta. Las medidas para contener la propagación del virus, tales como los paros en la producción manufacturera y en diversos servicios, entre otras, han dado lugar a una reducción de la oferta. En efecto, estos eventos han puesto en riesgo el funcionamiento de las cadenas globales de valor y la provisión de insumos para la producción nacional.
- ii. Choque de demanda. La propagación de la pandemia a nivel internacional ha conducido a que la economía mexicana enfrente una menor demanda externa. Asimismo, las medidas de distanciamiento social implementadas en el país, el temor de contagio de la población y los menores ingresos de empresas y hogares están conduciendo a una contracción de la demanda interna.
- iii. Choque financiero. Ante un incremento considerable en la aversión al riesgo en los mercados financieros internacionales y la caída en los precios del petróleo, la economía mexicana ha enfrentado un choque financiero que propició una importante restricción de financiamiento externo y flujos de salida de capital, aumentos importantes en las tasas de interés y en las primas de riesgo, así como una depreciación significativa del peso.

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

El recuadro *Revisiones Recientes a la Calificación Crediticia de México y Pemex* presenta un recuento detallado de las revisiones que realizaron las principales agencias calificadoras en los primeros cuatro meses de 2020, respecto de la calificación de la deuda soberana de México y de Pemex. Así, este recuadro es una actualización a los presentados en los Informes Trimestrales de Julio-Septiembre 2018 y Abril-Junio 2019, así como en el Reporte de Estabilidad Financiera de Junio 2019.

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

Entre los principales efectos de la pandemia sobre la inflación, destaca que los precios de los energéticos disminuyeron de manera importante en marzo y exhibieron un descenso incluso mayor en abril, como consecuencia de la notoria caída en las referencias internacionales. Ello ha ejercido una significativa presión a la baja en la inflación no subyacente, si bien más recientemente las referencias internacionales de los energéticos han repuntado, revirtiendo parte de la baja anterior. Además, las medidas distanciamiento social y de menor movilidad han ocasionado una reducción en algunos de los precios de los servicios. No obstante, ello se ha visto contrarrestado por presiones sobre los precios de ciertos bienes, como alimentos, medicamentos y productos para el hogar, que pudieron haber

incrementado su demanda como consecuencia de la crisis sanitaria o que pudieran estar experimentando choques de oferta. De este modo, después de que la inflación subyacente mostrara una ligera reducción a lo largo del año, en la primera quincena de mayo se elevó a 3.76%, en tanto que la inflación general se situó en 2.83% en la misma quincena.

Con respecto a las decisiones de política monetaria, en la reunión de febrero de 2020, el Banco de México redujo la tasa de referencia en 25 puntos base hasta un nivel de 7.0%. Lo anterior considerando los niveles alcanzados por la inflación general, las perspectivas para esta en el horizonte en que opera la política monetaria, la mayor amplitud de las condiciones de holgura de la economía y el comportamiento de las curvas de rendimiento externas e internas. Posteriormente, tomando en cuenta los riesgos mencionados para la inflación, la actividad económica y los mercados financieros derivados de la pandemia de COVID-19, que plantean retos importantes para la política monetaria y la economía en general, la Junta de Gobierno adelantó del 26 al 20 de marzo su decisión de política monetaria. Aunado a lo anterior, tomó una decisión extraordinaria de política monetaria el 21 de abril. En ambas ocasiones disminuyó en 50 puntos base la tasa de referencia. Posteriormente, ante las afectaciones previstas derivadas de la pandemia para la inflación, la actividad productiva y los mercados financieros, y considerando el espacio que en balance estas otorgan a la política monetaria, en la decisión del 14 de mayo la Junta de Gobierno nuevamente redujo en 50 puntos base la tasa de referencia. Así, el objetivo para la Tasa Interbancaria a un día se ubica actualmente en 5.5%.

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

Las decisiones de marzo y abril estuvieron acompañadas por el anuncio de medidas adicionales por parte del Banco de México para promover el funcionamiento ordenado de los mercados financieros, fortalecer los canales de otorgamiento de crédito y proveer liquidez para el sano desarrollo del sistema financiero. Asimismo, en cumplimiento con las decisiones de la Comisión de Cambios, el Instituto Central implementó medidas para el mejor funcionamiento del mercado cambiario. Estas pueden agruparse en cuatro:

- A. Para proveer liquidez y restablecer condiciones de operación en el mercado de dinero, entre las cuales se encuentran: i) la disminución del Depósito de Regulación Monetaria por un monto de 50 m.m.p. (equivalente a un menor requerimiento de reserva); ii) la reducción de la tasa de interés de la Facilidad de Liquidez Adicional Ordinaria (FLAO) a 1.1%; iii) el incremento de la liquidez en el mercado de dinero durante los horarios de operación, lo que permitirá un mayor control sobre la tasa de interés interbancaria a un día; iv) la ampliación de títulos elegibles para la FLAO, operaciones de coberturas cambiarias y operaciones de crédito en dólares, que permite a las contrapartes utilizar instrumentos bursátiles como colateral; v) la ampliación de contrapartes elegibles para la FLAO, que permite a la banca de desarrollo acceder a esta facilidad, y vi) una ventanilla de intercambio temporal de garantías, la cual implica recursos por hasta 100 m.m.p.
- B. Para promover un comportamiento ordenado en los mercados de valores gubernamentales y valores corporativos, que incluyen las siguientes medidas: i) fortalecimiento del Programa de Formadores Mercado de de Deuda Gubernamental; ii) una ventanilla de reporto de valores gubernamentales a plazo, que implica recursos hasta por 100 m.m.p.; iii) la permuta de valores gubernamentales entre títulos de largo plazo y títulos de corto plazo, que implica recursos hasta por 100 m.m.p.; y iv) una facilidad de reporto de títulos corporativos (FRTC), que implica recursos hasta por 100 m.m.p.
- C. Para fortalecer los canales de crédito en la economía, medidas que consideran: i) la provisión de recursos a la banca para canalizar crédito a micro, pequeñas y medianas empresas y personas físicas afectadas por la pandemia, que implica recursos hasta por 250 m.m.p., y ii) una

facilidad de financiamiento a la banca garantizada con créditos corporativos, para el financiamiento de las micro, pequeñas y medianas empresas, que implica recursos hasta por 100 m.m.p.

D. Para promover el comportamiento ordenado del mercado cambiario, en atención a las directrices de la Comisión de Cambios, que incluyen las siguientes medidas: i) ampliación del programa de coberturas cambiarias en dólares liquidables en moneda nacional, de 20 mil a 30 mil millones de dólares; ii) subastas de crédito en dólares a través del mecanismo temporal de intercambio de divisas con la Reserva Federal de los Estados Unidos; y iii) coberturas cambiarias liquidables por diferencia en dólares con instituciones no domiciliadas en el país.

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

Al respecto, el recuadro *Políticas Económicas Consideradas en México para Enfrentar el Panorama Adverso Generado por la Pandemia de COVID–19* describe tres conjuntos de medidas implementadas en el país: i) las del Banco de México, ya señaladas, para promover un comportamiento ordenado de los mercados financieros y crediticios; ii) las medidas fiscales y de gasto público del Gobierno Federal, para contrarrestar las afectaciones en la salud de la población y la actividad económica; y, iii) las medidas financieras y de impulso crediticio, implementadas por la CNBV, la CNSF y la banca de desarrollo, para aliviar de manera temporal la carga financiera de los deudores.

En cuanto el escenario macroeconómico previsto por el Banco de México destaca:

Crecimiento de la economía nacional: La pandemia de COVID-19 ha generado a nivel mundial una emergencia sanitaria que ha venido acompañada de choques de oferta, demanda y financieros de manera

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

En el recuadro Estimación Ex -Ante del Impacto de la Pandemia de COVID-19 sobre la Actividad Económica en México se presentan estimaciones de las posibles afectaciones derivadas de la pandemia sobre el PIB con base en un enfoque de

simultánea. El hecho de que la evolución de la pandemia aún está en proceso tanto a nivel global como nacional genera un alto grado de incertidumbre para cualquier proyección de la actividad económica de México. En particular, aún es incierta la duración y profundidad de la pandemia, tanto en México, como en otros países. Ello, a su vez, implica incertidumbre sobre la duración y severidad de las medidas de contención y de distanciamiento social que será necesario adoptar y mantener. Además, incluso ante el eventual relajamiento o levantamiento de muchas de las medidas de contención, existen riesgos de brotes adicionales y se desconoce cuándo podría haber un tratamiento efectivo o vacuna disponible. Todo lo anterior incide en los tiempos y el ritmo en los podría esperarse una recuperación normalización de la actividad económica nacional, misma que, además, estará influida por el ritmo de recuperación de otras economías.1

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

<sup>&</sup>lt;sup>2</sup> El enfoque de privilegiar en la coyuntura actual la construcción de escenarios alternativos sobre la presentación de un pronóstico central ha sido adoptado por bancos centrales tales como el de Canadá, Suecia, Nueva Zelanda e Inglaterra como respuesta al alto grado de incertidumbre que prevalece.

matriz insumo producto y bajo distintos supuestos sectoriales de grado y duración de afectación. Dada la alta incertidumbre que prevalece sobre la evolución de la pandemia misma y sobre sus efectos en la economía, el ejercicio representa escenarios que muestran el posible orden de magnitud del impacto sobre el PIB que podría esperarse bajo los supuestos descritos y no constituyen pronósticos puntuales del nivel de actividad para 2020.

Los resultados obtenidos para los escenarios considerados en ese Recuadro representan el impacto marginal sobre el producto que se observaría bajo diferentes supuestos sobre las afectaciones asociadas a la emergencia de salud. Así, partiendo del punto intermedio de las previsiones para 2020 de entre 0.5 y 1.5% para el crecimiento económico esperadas en el Informe Trimestral anterior, previas a la emergencia sanitaria, y considerando la información adicional sobre el desempeño de la economía, los escenarios sugieren las siguientes tasas de variación del PIB en 2020 y 2021 (Gráfica 1):

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

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

Finalmente, en el escenario de afectación tipo U profunda la debilidad de la actividad económica causada por el choque en el primer semestre de 2020 se extiende durante el resto del año, seguido de una recuperación lenta durante 2021. Ello ocasionaría un

retroceso del PIB de -8.3% en 2020 y una disminución adicional de -0.5% en 2021.

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

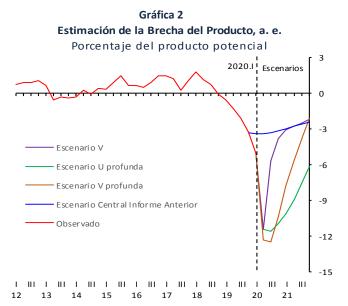
Gráfica 1

Estimación del PIB de México Índices base 2019 T4 = 100, a. e. 106 - Escenario V 2020.1 Escenarios - Escenario U profunda 103 - Escenario V profunda 100 Escenari o Central Informe Anterior Observado 97 94 91 14 15 16 17 18 13

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

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

Con respecto a la posición cíclica de la economía, se espera que las condiciones de holgura se hayan ampliado significativamente en el primer semestre del año y que bajo cualquier escenario se mantendrán considerablemente más relajadas a lo anteriormente previsto a lo largo de todo el horizonte de pronóstico (Gráfica 2).



a. .e. Cifras ajustadas por estacionalidad.

Fuente: Banco de México.

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

Los choques derivados del impacto de la pandemia de COVID-19 han sometido al mercado laboral mexicano a un alto nivel de estrés. El recuadro *Empleo Formal ante la Pandemia de COVID-19* analiza la dinámica reciente del empleo afiliado al IMSS y encuentra que la destrucción significativa de empleos formales que se registró en marzo y abril se concentró en aquellas ramas de actividad que estuvieron más expuestas a la suspensión de actividades no esenciales debido a la emergencia

sanitaria y en aquellas actividades que implican un mayor grado de interacción física.

Cuenta Corriente: La incertidumbre sobre el desempeño del comercio internacional y la actividad económica tanto a nivel interno como global, aunado a la volatilidad del tipo de cambio y posibles intermitencias en las cadenas globales de valor, también se traducen en una amplia incertidumbre sobre los flujos comerciales y demás rubros de la cuenta corriente. Por ello, al igual que con las demás previsiones incluidas en este Informe, se presenta un rango amplio para las expectativas del saldo de cuenta corriente. En particular, la debilidad de la actividad global podría derivar en menores ingresos por remesas, un menor saldo en la balanza de viajeros internacionales y una menor demanda externa por bienes mexicanos, lo que presionaría hacia un mayor déficit de cuenta corriente. No obstante, ello podría verse contrarrestado, por una parte, por un tipo de cambio más depreciado, lo cual favorecería principalmente las exportaciones de mercancías y, por otra parte, por ajustes a la baja en las importaciones del país derivados tanto por la caída esperada en la demanda interna como por el mayor nivel del tipo de cambio. Así, para 2020 se podría observar un saldo en la balanza comercial de entre -4.8 y 4.6 miles de millones de dólares (-0.5 y 0.5% del PIB) y un saldo en la cuenta corriente de entre -15.1 y -3.1 miles de millones de dólares (-1.5 y -0.3% del PIB). Para 2021 se podría registrar un saldo en la balanza comercial de entre -7.2 y 4.5 miles de millones de dólares (-0.6 y 0.5% del PIB) y un saldo en la cuenta corriente de entre -20.5 y -4.6 miles de millones de dólares (-1.8 y -0.5% del PIB).

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

i. Que, con el objetivo de evitar mayores contagios, se prolonguen las medidas de distanciamiento social o se implementen medidas más estrictas, ocasionando una mayor o más prolongada parálisis de la actividad económica, tanto a nivel global, como nacional.

- Que se observen episodios adicionales de ii. 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. como resultado de acontecimientos, tales como el proceso electoral Estados Unidos u otros elementos geopolíticos, afectando los fluios de financiamiento disponibles para las economías emergentes.
- iii. Que las medidas de apoyo adoptadas, tanto a nivel nacional, como internacional, no sean efectivas o de suficiente alcance para evitar cambios en la estructura productiva más duraderos como resultado, por ejemplo, de quiebras de establecimientos o histéresis en el desempleo.
- iv. Que las secuelas de las afectaciones causadas por la pandemia sobre la economía sean más permanentes si, por ejemplo, implican rompimientos en las cadenas globales de valor o posiciones más proteccionistas en distintos países. En particular, en un contexto de elecciones presidenciales en Estados Unidos, las diferencias que persisten entre ese país y algunos de sus principales socios comerciales podrían acentuarse ante el entorno de emergencia sanitaria prevaleciente.
- Que se observen deterioros adicionales en la calificación de la deuda soberana y de Pemex, lo que podría afectar aún más el acceso a los mercados financieros.
- vi. Que persista la debilidad de los componentes de la demanda agregada que venían presentando incluso antes del episodio de pandemia. En particular, que persista el ambiente de incertidumbre interna que ha afectado a la inversión y que ello ocasione que se difieran aún más planes de inversión o que los consumidores reduzcan su gasto de manera precautoria.

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

 i. Que las medidas de contención y distanciamiento social sean más efectivas a lo previsto para contener la propagación de

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

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

En el recuadro Número de Variedades de Productos Disponibles en Sitios Web de Supermercado en el Contexto de la Pandemia de COVID—19 se presenta evidencia de que el número de variedades de productos disponibles en el sitio web de tres supermercados se fue reduciendo paulatinamente durante la tercera semana de marzo y que posteriormente al inicio de la Fase 2 de la emergencia sanitaria en México se observó una abrupta caída para ciertos bienes. Esta disminución parecería haber estado influida por un incremento en la demanda relativa por dichos bienes, en el contexto del confinamiento ante la pandemia de COVID—19.

De las previsiones de inflación resultantes de los tres escenarios, en las Gráficas 3a y 3b 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 subvacente, respectivamente. Si la inflación se ubicara en el centro de estas barras se tendría la trayectoria que se reporta en el Cuadro 1. La incertidumbre en torno a esta senda se puede representar con el área sombreada en rojo en las Gráficas 3a y 3b. Esta área roja corresponde a las áreas de las gráficas de abanico que usualmente se presentan, pero en esta ocasión no se indican los distintos rangos de probabilidad, toda vez que en la coyuntura actual es difícil identificar a tal grado el efecto de distintos choques sobre la inflación.3 En particular, algunas de las presiones sobre la inflación van en sentidos opuestos y podrían ser de mayor magnitud o más duraderas a las previstas en dichos escenarios. Adicionalmente, podrían presentarse no linealidades, de modo que el balance de riesgos para la inflación se mantiene incierto.

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

que hacia la segunda mitad de 2021 los efectos de la mayor holgura den lugar a una inflación subyacente menor a lo anteriormente anticipado, ubicándola por debajo de 3%.

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

Profundizando sobre los diversos riesgos que afectan a la inflación, que plantean retos y disyuntivas importantes para la conducción de la política monetaria, sobresalen los siguientes:

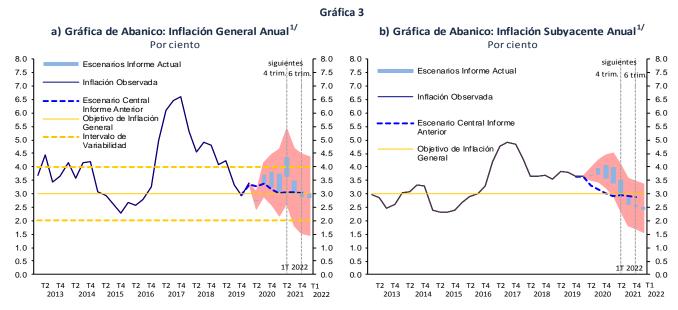
## A la baja:

 Que los efectos de la ampliación de la brecha negativa del producto y de una menor demanda en ciertos bienes y servicios ante las medidas de distanciamiento o la preocupación por el contagio sean mayores a los previstos.

<sup>&</sup>lt;sup>3</sup> 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.

- ii. Una presión a la baja sobre los precios en todo tipo de mercancías e insumos importados en respuesta a las condiciones de holgura globales.
- iii. Que se acentúen o se tornen más permanentes las reducciones en los precios de los energéticos.
- iv. Que la apreciación del tipo de cambio que se ha observado en los últimos días continúe, de modo que se ubique por debajo de lo anticipado.



1/ Promedio trimestral de la inflación anual. Se señalan con líneas verticales punteadas los próximos cuatro y seis trimestres a partir del segundo trimestre de 2020 es decir, el segundo y cuarto trimestre de 2021 respectivamente, lapsos en los que los canales de transmisión de la política monetaria operan a cabalidad. Se estimaron las trayectorias para la inflación con base en la evolución de las variables macro económicas 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 1. Fuente: B anco de México e INEGI.

Cuadro 1
Pronósticos de la inflación General y Subyacente

Variación anual en por ciento									
	2020				2021				2022
	ı	11	Ш	IV	ı	11	Ш	IV	ı
INPC									
Informe Actual 1/	3.4	2.7	3.5	3.5	3.4	4.0	3.2	3.0	2.9
Informe Anterior <sup>2/</sup>	3.3	3.3	3.4	3.2	3.0	3.0	3.1	3.0	
Subyacente									
Informe Actual 1/	3.7	3.7	3.8	3.8	3.7	3.2	2.7	2.6	2.5
Informe Anterior <sup>2/</sup>	3.6	3.3	3.2	3.0	2.9	2.9	2.9	2.9	

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

Fuente: Banco de México e INEGI.

<sup>&</sup>lt;sup>2/</sup> Pronóstico a partir de febrero de 2020.

## Al alza:

- Que se incremente la demanda relativa por ciertos bienes en el contexto de la contingencia sanitaria, presionando los precios.
- ii. Que se observe una mayor depreciación del tipo de cambio o que esta sea más persistente.
- iii. Que se prolonguen las disrupciones en las cadenas de producción y de distribución, presionando no solo los precios de las mercancías no alimenticias, sino también los de los alimentos.
- iv. Que existan presiones de costos al implementarse medidas para procurar la seguridad de los trabajadores y de los consumidores.

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

La pandemia de COVID-19, con su impacto sobre la salud de la población y con afectaciones en la actividad económica, inflación y mercados financieros, plantea profundos retos nunca antes vistos para el Estado Mexicano y para la sociedad en su conjunto. Así, la coyuntura actual requiere de una

respuesta de política oportuna, decidida y coordinada entre las diferentes autoridades del país que permita salvaguardar el bienestar de la población.

En este complejo e incierto entorno económico y financiero, el Banco de México tomará las acciones que se requieran con base en la información adicional y considerando la fuerte afectación a la actividad productiva, así como la evolución del choque financiero que enfrentamos, de tal manera que la tasa de referencia sea congruente con la convergencia ordenada y sostenida de la inflación general a su meta en el plazo en el que opera la política monetaria. Al enfocarse en el cumplimiento de su mandato constitucional, el Banco Central puede contribuir de manera significativa a mantener la confianza, limitar la propagación de los choques financieros derivados de la pandemia, y facilitar las transacciones entre los agentes económicos de manera eficiente, segura y rápida, logrando un ajuste más ordenado ante las circunstancias actuales. En efecto, en la coyuntura actual el Banco de México está particularmente atento a promover el sano desarrollo del sistema financiero y propiciar el buen funcionamiento del sistema de pagos. Así, ha venido tomado medidas adicionales para promover el comportamiento ordenado de los mercados financieros, fortalecer los canales de otorgamiento de crédito y proveer liquidez, en estricto apego al marco legal y en coordinación con otras autoridades financieras.

Para alcanzar una recuperación expedita de la actividad económica al resolverse la contingencia sanitaria, y restaurar el bienestar de la población, evitando afectaciones de carácter más permanente, es necesario que la economía mexicana preserve fundamentos macroeconómicos sólidos y la estabilidad del sistema financiero, y que se adopten las acciones necesarias en el ámbito monetario y fiscal. No obstante, toda vez que la estabilidad macroeconómica, aunque necesaria, no es suficiente por sí sola para generar mayor crecimiento económico, también es preciso corregir los problemas estructurales e institucionales que han propiciado bajos niveles de inversión y que han impedido al país aumentar su productividad. La emergencia de salud no solo no debe distraer de estas tareas pendientes, sino que las hace más apremiantes. En particular, es indispensable encaminar políticas que fortalezcan el estado de derecho, que combatan la inseguridad, la corrupción y la impunidad, y que garanticen la certeza jurídica, el cumplimiento del marco legal y el respeto a los derechos de propiedad. Del mismo modo, se requiere reforzar el funcionamiento microeconómico de la economía y reducir la incertidumbre económica interna para mejorar la percepción sobre el clima de

negocios en el país. Ello permitirá atraer la inversión y generar la flexibilidad en la asignación de recursos que son necesarios para enfrentar, en el corto plazo, la crisis de COVID–19 y, en el mediano plazo, los reacomodos en el funcionamiento de la economía que esta conlleve. A su vez, esto permitirá alcanzar un crecimiento económico más dinámico que traiga consigo más y mejores empleos y bienestar para la población.

