



BANCO DE MÉXICO

Resumen Ejecutivo del Informe Trimestral

Abril – Junio 2020

Resumen

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.

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, aunque han tenido importantes efectos adversos sobre la actividad económica al restringir significativamente la movilidad de las personas. El recuadro *Efectos de las Medidas de Confinamiento en la Actividad Económica Global* presenta la evolución de indicadores de movilidad en diferentes economías y evalúa el efecto que las medidas de confinamiento han tenido en algunas variables macroeconómicas relevantes. 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. Tomando en cuenta que la movilidad se redujo drásticamente durante el segundo trimestre, los efectos en actividad y consumo fueron de magnitudes inéditas.

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 el recuadro *Evolución de la Inflación en Distintos Países en el Contexto de la Pandemia de COVID-19* se muestra que la crisis sanitaria ha tenido implicaciones importantes para el comportamiento de la inflación no solo en México sino en distintos países, tanto avanzados como emergentes. En particular, en los países analizados se han observado presiones a la baja, como las derivadas de las caídas en los precios de los energéticos, y presiones al alza, como las resultantes del incremento en los precios de los alimentos. Estos choques de magnitud significativa y en distintas direcciones dificultan la lectura sobre la evolución de la inflación y el entendimiento de su posible trayectoria hacia adelante.

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 la pandemia de 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 el recuadro *Evolución Reciente de los Agregados Monetarios y Crediticios en Distintas Economías* se presenta una comparación internacional de la dinámica de los agregados monetarios y de financiamiento al sector privado de distintos países en los meses posteriores al inicio de la propagación de la pandemia. Así, se muestra que los agregados monetarios más líquidos se han acelerado significativamente tanto en países avanzados como emergentes, lo que responde, principalmente, a motivos precautorios por parte de hogares y empresas. Asimismo, el financiamiento bancario a las empresas se ha incrementado de manera importante en la mayoría de las economías estudiadas, mientras que el destinado a los hogares se ha desacelerado fuertemente en todos los países analizados.

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 el recuadro *Evolución de los Flujos de Capital y de la Aversión al Riesgo* se presenta un análisis de los cambios recientes en la importancia relativa de los determinantes de los flujos de capital hacia México. Los resultados obtenidos a partir de un modelo de Vectores Autorregresivos muestran que la contribución de la aversión al riesgo global para explicar los flujos de capital 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, los resultados obtenidos a partir de un modelo panel para economías emergentes sugieren que en general los diferenciales entre las tasas de interés internas y externas han influido sobre los flujos de capital.

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 adelante se anticipan mayores condiciones de holgura con respecto a lo estimado en el Informe Trimestral previo y persisten importantes riesgos a la baja.

El recuadro *La Pandemia de COVID-19 y la Actividad Económica* utiliza la heterogeneidad regional de la severidad del confinamiento y distanciamiento social para analizar el impacto del mayor aislamiento social a raíz del brote de COVID-19 sobre la actividad económica en México. 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 confirmados de esta enfermedad.

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.

En el recuadro *Mayor Volatilidad en la Inflación y sus Expectativas en el Contexto de la Pandemia de COVID-19* se presenta evidencia de cómo el hecho de que la inflación esté siendo sujeta a presiones tanto a la baja como al alza ha provocado un incremento en la dispersión de las variaciones de los precios de los bienes y servicios de los distintos subíndices que la componen. Esto, a su vez, ha incrementado la incertidumbre alrededor de la posible trayectoria que la inflación tenga hacia delante, generando mayor dispersión en las expectativas de inflación para el corto plazo.

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.

Aunado a lo anterior, y para mitigar los efectos económicos de la pandemia, la CNBV emitió algunos ajustes temporales en su regulación. Al respecto, en el recuadro titulado *Adopción de Criterios Contables Especiales y sus Efectos sobre la Cartera de Crédito de la Banca al Sector Privado No Financiero* se muestra que la implementación de dichos criterios contables especiales, los cuales permitieron diferir parcial o totalmente pagos de capital e intereses hasta por 6 meses a los acreditados de la banca, resultaron en una evolución ordenada de la cartera de crédito del sistema financiero y buscan que los acreditados de la banca puedan afrontar de mejor manera el choque generado por la pandemia y mantener el acceso futuro al crédito.

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

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. 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.

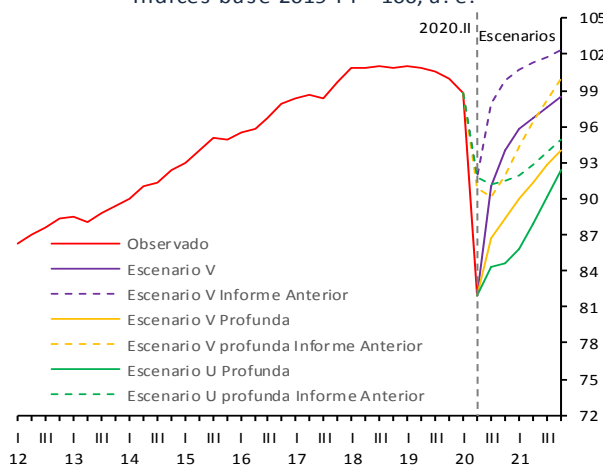
Ante esta incertidumbre, como se señaló en el Informe Trimestral Enero – Marzo, se considera que en la coyuntura actual no es posible presentar un escenario central de pronósticos de actividad económica de México como el que usualmente el Banco de México da a conocer en sus Informes Trimestrales, toda 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 1):

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%.

Gráfica 1
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.

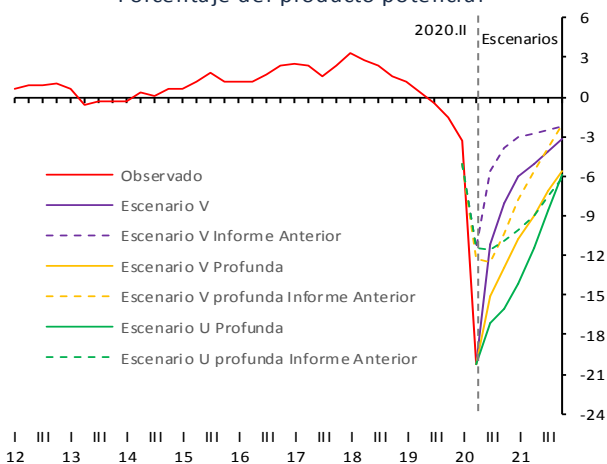
Fuente: INEGI y Banco de México.

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%.

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.

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 2).

Gráfica 2
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.

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 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 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 1, 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 3a y 3b, 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.¹

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

¹ 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.

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 disrupciones 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.

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 1
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.

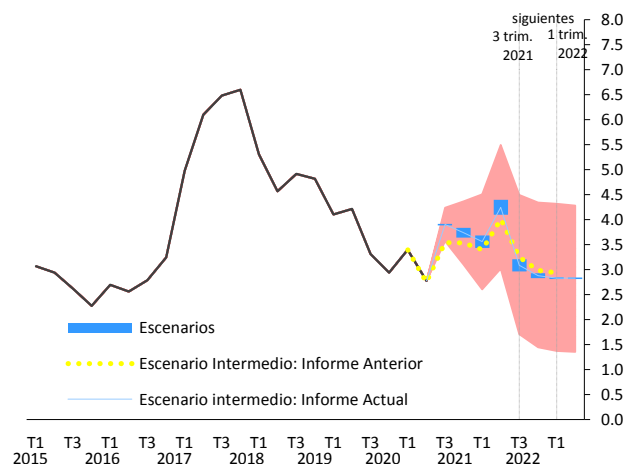
^{1/} Pronóstico a partir de agosto de 2020.

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

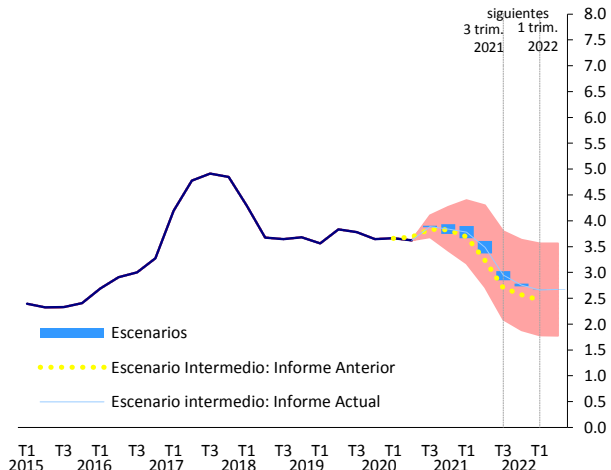
Fuente: Banco de México e INEGI.

Gráfica 3

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



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



1/ Promedio trimestral de la inflación anual. Se señalan con líneas verticales punteadas los próximos cuatro y seis trimestres a partir del 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 1.

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 preserve 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 conlleva. 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.



BANCO DE MÉXICO

www.banxico.org.mx