



BANCO DE MÉXICO

Resumen Ejecutivo del Informe Trimestral

Octubre – Diciembre 2020

Resumen

Durante 2020, la economía mexicana enfrentó choques significativos y un entorno de elevada incertidumbre. Lo anterior debido, primordialmente, a las afectaciones generadas por la pandemia de COVID-19 y las medidas implementadas para contener su propagación. Ante un entorno adverso y volátil, la actividad económica, la inflación y las condiciones financieras en el país se vieron afectadas de una manera significativa. En este contexto, la estrategia del Banco de México ha sido conducir la política monetaria de manera oportuna y prudente, utilizando toda la información disponible, a fin de que la postura monetaria conduzca a una convergencia ordenada y sostenida de la inflación a su meta en el horizonte de pronóstico y contribuya a un ajuste ordenado en los mercados financieros nacionales y en la actividad económica. Aunado a lo anterior, ante esta compleja coyuntura la Junta de Gobierno aprobó diversas medidas acordes con sus finalidades de promover el sano desarrollo del sistema financiero y el buen funcionamiento de los sistemas de pagos, así como para fortalecer el canal de otorgamiento de crédito en la economía.

En el Recuadro *Efectos de las Condiciones Financieras sobre las Perspectivas Económicas de México* se presenta una estimación de los efectos de las medidas extraordinarias implementadas por el Banco de México, anunciadas el 20 de marzo y 21 de abril de 2020, sobre las condiciones financieras en México, así como las implicaciones de esto último sobre sus perspectivas de crecimiento económico. A partir de un modelo de Vectores Autorregresivos se encuentra, mediante un ejercicio contrafactual, que las condiciones financieras observadas durante 2020 muestran un mayor relajamiento que el que se habría registrado en caso de no haberse implementado las medidas extraordinarias referidas. Posteriormente, a través de un ejercicio de crecimiento en riesgo, se muestra que las condiciones financieras más favorables contribuyeron a reducir la probabilidad de un escenario más adverso de crecimiento con respecto a un escenario en el que las medidas extraordinarias estuvieran ausentes.

En el periodo que cubre este Informe, la actividad económica mundial continuó recuperándose, aunque a un ritmo más moderado y diferenciado entre países y sectores. Además, la recuperación en varias economías se ha visto afectada por las medidas implementadas en respuesta a un rebrote en los casos de COVID-19. Los indicadores de mayor frecuencia sugieren que esta desaceleración pudiera persistir durante el primer trimestre de 2021, al continuar las medidas de confinamiento en algunos países. Las perspectivas de organismos internacionales sobre la economía mundial siguen anticipando que, después de una significativa caída en 2020, el PIB global se recupere en 2021, debido a un mayor dinamismo esperado en la segunda mitad del año. Esto, en parte, como resultado del avance esperado en el proceso de vacunación contra el COVID-19 y de los programas de estímulo fiscal en algunas de las principales economías. No obstante, persisten riesgos para el crecimiento mundial, tales como la evolución de la pandemia y posibles retrasos en el proceso de vacunación, así como respecto a la continuación de los estímulos implementados y posibles afectaciones a las cadenas globales de suministro. Además, existen riesgos de más largo plazo asociados a los efectos de la degradación ambiental o al posible impacto negativo al PIB potencial de algunas economías, entre otros.

La inflación general en las economías avanzadas se mantuvo en niveles bajos e inferiores a los objetivos de sus respectivos bancos centrales, mientras que en las economías emergentes el comportamiento ha sido más heterogéneo. Las autoridades han mantenido y, en algunos casos, ampliado sus estímulos monetarios y fiscales para mitigar los efectos adversos de la pandemia. La conclusión del proceso electoral en Estados Unidos, la expectativa de la continuación de políticas contracíclicas, así como los avances en la producción y distribución de vacunas, contribuyeron a que los mercados financieros registraran un desempeño favorable durante la mayor parte del periodo que cubre este Informe. No obstante, recientemente se observó un repunte en la volatilidad e incrementos en las tasas de interés, primordialmente de largo plazo, en economías avanzadas y emergentes. Ello ante el aumento significativo en las tasas de mayor plazo en

Estados Unidos, asociado a la expectativa de aprobación de un cuantioso programa de impulso fiscal y sus efectos sobre el crecimiento y la inflación. En adición a los riesgos ya citados para el crecimiento mundial, figuran riesgos que pueden afectar la estabilidad de los mercados financieros internacionales. Entre estos destacan posibles distorsiones en los precios de activos que generen desbalances y una eventual corrección; que la recuperación económica en algunas economías avanzadas con un importante estímulo fiscal propicie un aumento en la inflación; que el aumento en las tasas de interés de largo plazo en Estados Unidos restrinja las condiciones financieras globales; la posibilidad de que el exceso de liquidez en los mercados internacionales se revierta de forma desordenada; así como los riesgos asociados a problemas de insolvencia y quiebra de empresas y a los altos niveles de deuda del sector público y privado.

En el cuarto trimestre de 2020 continuó la reactivación de la actividad económica en México, aunque con una clara heterogeneidad en el desempeño de los diferentes sectores y componentes de la demanda agregada, debido al tipo de choques que se han enfrentado. Hacia finales del periodo que se reporta e inicios de 2021, se observó cierto debilitamiento ante el recrudecimiento de la pandemia y las nuevas restricciones a la producción y movilidad implementadas en algunas entidades federativas para hacerle frente. Aun cuando los avances en el desarrollo, producción y distribución de vacunas contra el COVID-19 podrían apoyar la recuperación, especialmente en la segunda mitad de 2021, se anticipa que en el corto plazo prevalezca un entorno de alta incertidumbre y de debilidad de la demanda interna.

El Recuadro *Impacto de la Pandemia de COVID-19 en la Actividad Económica Sectorial en México y Estados Unidos* estima mediante métodos econométricos las contribuciones de choques de oferta y demanda sobre la variación de la producción sectorial en ambos países. Los resultados muestran los efectos heterogéneos sobre la actividad a nivel sectorial de las contribuciones de factores de oferta y de demanda, tanto en el periodo más álgido de la pandemia, como en el de recuperación.

Durante la mayor parte del periodo que cubre este Informe los precios de los activos financieros en México presentaron, en general, un comportamiento positivo, asociado, principalmente, al desempeño favorable de las condiciones financieras globales antes descrito. Las tasas de interés de valores gubernamentales disminuyeron, especialmente las de mayor plazo, y la cotización de la moneda nacional se apreció. No obstante, en las últimas semanas se registró un repunte en las tasas de interés, en particular de mediano y largo plazo, mientras que el peso mexicano mostró una depreciación. Lo anterior estuvo asociado con el repunte significativo en las tasas de mayor plazo en Estados Unidos. Hacia delante, persiste la posibilidad de episodios adicionales de aversión al riesgo y volatilidad, que dependerán de la evolución de la pandemia y de otros factores idiosincrásicos y externos.

En el Recuadro *Evolución de la Volatilidad del Tipo de Cambio* se presenta un análisis de la evolución de la volatilidad del tipo de cambio para un conjunto de economías emergentes y de sus determinantes para el caso de México. La estimación del primer componente principal de la estructura temporal de la volatilidad implícita en opciones cambiarias (o curva de volatilidad), muestra que la volatilidad de la moneda nacional ha tenido un ajuste a la baja ordenado, y de mayor magnitud, en comparación con otras economías emergentes. Por su parte, utilizando un modelo de Vectores Autorregresivos, se encuentra que la aversión al riesgo global, la actividad económica nacional y el diferencial de tasas de interés con respecto a Estados Unidos, son determinantes importantes de la volatilidad de la moneda nacional.

La evolución de la inflación en México ha continuado reflejando los distintos choques que se han observado como consecuencia de la pandemia. En particular, una combinación de choques de oferta y de demanda ha dado lugar a un notorio cambio en precios relativos, en el cual la inflación de las mercancías se ha incrementado y la de los servicios se ha reducido. En cuanto a los choques de oferta, las medidas para contener los contagios han resultado en interrupciones en las cadenas globales de suministro y reducciones en la producción, al tiempo que se han incrementado los costos de producción. Las medidas

de distanciamiento social también han generado una reducción en la demanda por algunos bienes y, en especial, por diversos servicios, en tanto que la demanda relativa por alimentos se incrementó. Así, se ha observado una reasignación del gasto de los hogares de los servicios hacia ciertas mercancías. De manera relacionada, la pandemia y las medidas para contenerla han dado lugar a una amplia holgura en la economía que se ha reflejado en presiones a la baja en la inflación. En el contexto de la emergencia sanitaria, también se ha observado cierta volatilidad en los precios de algunos productos, como la originada por las ofertas de “El Buen Fin” o la generada por los cambios en la demanda de Estados Unidos por alimentos producidos en México. La economía mexicana también enfrentó un choque financiero, que fue particularmente pronunciado al inicio de la crisis sanitaria y que implicó una depreciación del tipo de cambio. Este choque se ha venido mitigando, aunque el ajuste cambiario que se observó ha dado lugar a presiones sobre la inflación, particularmente en el caso de la de las mercancías no alimenticias. Así, el entorno para la inflación en México continúa siendo complejo, de modo que sigue imponiendo retos y disyuntivas considerables a la conducción de la política monetaria.

En el Recuadro *Margen Intensivo y Extensivo en los Efectos de “El Buen Fin” de 2020 sobre la Inflación de Mercancías No Alimenticias* se muestra que la contribución a la baja de las ofertas en la inflación de noviembre de dichos bienes fue notoriamente mayor en 2020 que en 2019. La cuantificación propuesta indica que en ello influyó tanto una mayor fracción de bienes en oferta (margen extensivo) como una mayor magnitud en las mismas (margen intensivo). Así, la crisis sanitaria parece haber influido de manera significativa en las decisiones de promoción de los establecimientos de venta, pues se implementó un periodo de ofertas más prolongado y con descuentos más altos.

En este contexto, entre el tercer y el cuarto trimestre de 2020, la inflación general anual en México descendió de un promedio de 3.90 a uno de 3.52%, situándose en 3.84% en la primera quincena de febrero de 2021. El comportamiento trimestral a la baja de la inflación general estuvo determinado por menores niveles de inflación subyacente y no

subyacente. En el caso de la inflación subyacente anual, esta disminuyó de un promedio de 3.94 a uno de 3.82% entre dichos trimestres, situándose en 3.84% en la primera quincena de febrero de 2021. Ello refleja la reducción de la inflación de los servicios, así como cierta disminución en la inflación de las mercancías alimenticias y algunas presiones al alza de las no alimenticias. Además, esta última mostró volatilidad asociada con las promociones de “El Buen Fin”. Por su parte, la inflación no subyacente anual presentó una reducción de un promedio de 3.77 a uno de 2.62% entre el tercer y el cuarto trimestre, comportamiento que estuvo determinado, principalmente, por la menor inflación de los energéticos, en tanto que la inflación del rubro de las frutas y verduras exhibió disminuciones a lo largo del cuarto trimestre y, de manera más acentuada, en diciembre. En enero y en la primera quincena de febrero de 2021, la inflación anual de los energéticos se incrementó, mientras que la de los productos agropecuarios siguió reduciéndose, ubicando a la inflación no subyacente anual en 3.85% en dicha quincena.

En lo referente a las decisiones de política monetaria, durante el cuarto trimestre de 2020, la Junta de Gobierno del Banco de México mantuvo sin cambio el objetivo para la Tasa de Interés Interbancaria a un día en 4.25%, mientras que en la decisión de febrero de 2021 lo redujo en 25 puntos base a 4%. En las decisiones de noviembre y diciembre de 2020 se consideró la conveniencia de hacer una pausa para confirmar la trayectoria decreciente para la inflación general y subyacente hacia la meta de 3%, por su parte, en la reunión de febrero de 2021, la Junta destacó que es necesario propiciar un ajuste ordenado y que permita un cambio en precios relativos sin afectar el proceso de formación de precios y las expectativas de inflación. Además, señaló que la información reciente permite un ajuste en la postura monetaria, manteniendo las previsiones de inflación en línea con la trayectoria convergente hacia la meta de 3%. Hacia adelante, enfatizó que la conducción de la política monetaria dependerá de la evolución de los factores que inciden sobre la inflación general y subyacente, en sus trayectorias previstas en el horizonte de pronóstico y en sus expectativas.

La Junta de Gobierno ha destacado que tomará las acciones necesarias con base en la información adicional, a fin de que la tasa de referencia sea congruente con la convergencia ordenada y sostenida de la inflación general a la meta de 3% en el plazo en el que opera la política monetaria. Es necesario salvaguardar el ámbito institucional, fortalecer los fundamentos macroeconómicos y adoptar las acciones necesarias en los ámbitos monetario y fiscal, para propiciar un mejor ajuste de los mercados financieros nacionales y de la economía en su conjunto.

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

Crecimiento de la economía nacional: La recuperación de la economía continuó durante el cuarto trimestre de 2020, incluso a un ritmo ligeramente mayor que el esperado en el Informe anterior. No obstante, la actividad económica se mantiene por debajo de su nivel previo a la emergencia sanitaria y enfrenta un entorno de alta incertidumbre. Al igual que en otros países, desde finales de 2020 se presentó en México un recrudescimiento de la pandemia, lo que condujo a nuevas restricciones a algunas actividades en diversas entidades federativas, mismas que se extendieron a otros estados a principios de 2021. Además, en febrero de 2021 se presentaron algunas interrupciones del suministro eléctrico y de gas natural en ciertos estados, principalmente del norte, asociadas al congelamiento de ductos de gas en Texas, lo cual ha afectado transitoriamente a algunas actividades, sobre todo manufactureras. Se espera que, en el corto plazo, lo anterior tenga ciertos efectos adversos sobre la trayectoria de recuperación. Al mismo tiempo, también se han difundido noticias positivas sobre el desarrollo, producción y distribución de vacunas contra el COVID-19, lo que permite una perspectiva más favorable para el mediano plazo, aunque todavía se enfrentan retos importantes, entre ellos el proceso de vacunación y su efectividad.

Ante este entorno, las previsiones de crecimiento del PIB en 2021 para el escenario central de este Informe se revisan al alza de 3.3% en el Informe previo a 4.8% en el actual, en tanto que la expectativa para 2022 se ajusta de 2.6% a 3.3% en la misma comparación. En específico, dichas revisiones se derivan tanto de una mayor base de crecimiento al cierre de 2020, como de una mayor previsión de crecimiento para la actividad industrial en Estados Unidos, lo cual en el corto plazo estará parcialmente contrarrestado por una mayor debilidad económica a inicios de 2021 ante la evolución de la pandemia en el país (Gráfica 1).

Al igual que en el Informe Trimestral previo, el escenario central es acompañado de un límite superior y uno inferior en el nivel de actividad, que reflejan el elevado grado de incertidumbre que aún prevalece. Las trayectorias de actividad de los límites superior e inferior se ajustan respecto de las presentadas en el Informe anterior bajo las siguientes consideraciones:¹

- a) El límite superior supone una menor debilidad al inicio de 2021 y posteriormente una recuperación más acelerada que en el escenario central. Ello como resultado de un menor efecto sobre la actividad económica del endurecimiento de las medidas para contener la pandemia, un mayor impulso de la demanda externa y una mayor reactivación de diversos sectores económicos y del mercado laboral respecto de lo supuesto en el escenario central. Esto último posiblemente relacionado a mayores avances en la campaña de vacunación tanto a nivel nacional como internacional. Bajo esta trayectoria, las previsiones del PIB para 2021 y 2022 se ubican en 6.7 y 3.4%, respectivamente, tasas superiores a las de 5.3 y 2.7%, del Informe anterior.
- b) El límite inferior supone una mayor afectación a la actividad económica en el inicio de 2021. Ello como resultado de afectaciones de mayor duración y profundidad por las medidas para contener la pandemia que en el escenario central, y por la incertidumbre en relación con la

¹ Como se aprecia en la Gráfica 1, el nivel de actividad económica en el horizonte de pronóstico en el límite superior es mayor al del central y que este, a su vez es mayor que el del inferior, lo que en 2021 resulta en los crecimientos para el año en su conjunto que se reportan. Si bien este ordenamiento de los

niveles de actividad prevalece en 2022, dado que el ritmo de expansión de los escenarios es similar en ese año, las tasas de crecimiento anual para ese año tienden a asemejarse.

continuidad de estímulos fiscales en diversos países. Bajo esta trayectoria, las previsiones del PIB para 2021 y 2022 se ubican en 2.8 y 3.0%, respectivamente, cifras que se comparan con las del Informe anterior de 0.6 y 3.8%.²

Cabe mencionar que en el escenario central la actividad económica recuperaría el nivel observado al cierre de 2019 hacia finales de 2022. No obstante, si se cumplieran las previsiones del límite superior, estos niveles podrían alcanzarse al cierre de 2021.

El desempeño de la economía aún está sujeto a presentar altibajos, toda vez que la pandemia sigue en curso y la dinámica responderá al comportamiento diferenciado de los componentes de la demanda y de los sectores productivos.

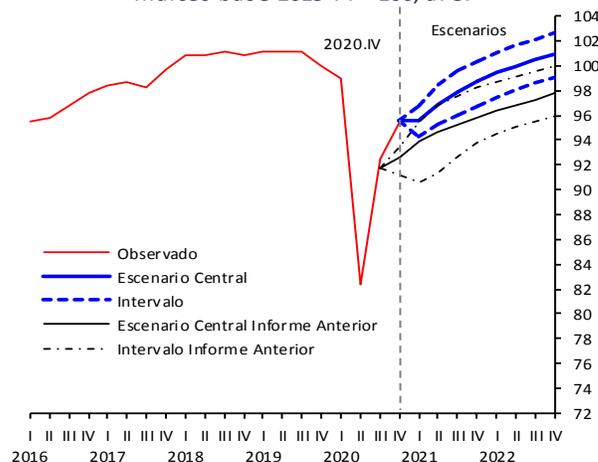
Con respecto a la posición cíclica de la economía, se anticipa que, después de haberse continuado reduciendo en el cuarto trimestre de 2020, las condiciones de holgura sigan mostrando una amplitud considerable a lo largo de todo el horizonte de pronóstico, si bien cerrándose gradualmente (Gráfica 2).

Empleo: Con base en las previsiones presentadas y la información actualizada sobre la evolución de dicho indicador, para 2021 se espera una variación de entre 250 y 570 mil puestos de trabajo, cifras que se comparan a las del Informe previo de entre 150 y 500 mil puestos de trabajo. Para 2022 se espera una variación de entre 390 y 590 mil puestos de trabajo, misma que se compara con la publicada en el Informe anterior de entre 300 y 500 mil puestos de trabajo.

El Recuadro *La Tasa de Participación Laboral ante el Choque de COVID-19* muestra que el impacto inicial de la pandemia sobre el empleo de hombres y mujeres fue similar, pero que, por distintos motivos, la recuperación ha sido diferenciada, con las mujeres mostrando una mejoría más gradual tanto en su regreso a la fuerza laboral como en su ocupación.

² El nivel de actividad económica en el límite inferior de este Informe es mayor que el del Informe pasado para todo el horizonte de pronóstico. No obstante, el menor ritmo de recuperación durante 2021 respecto de lo supuesto

Gráfica 1
Estimación del PIB de México
Índices base 2019 T4 = 100, a. e.

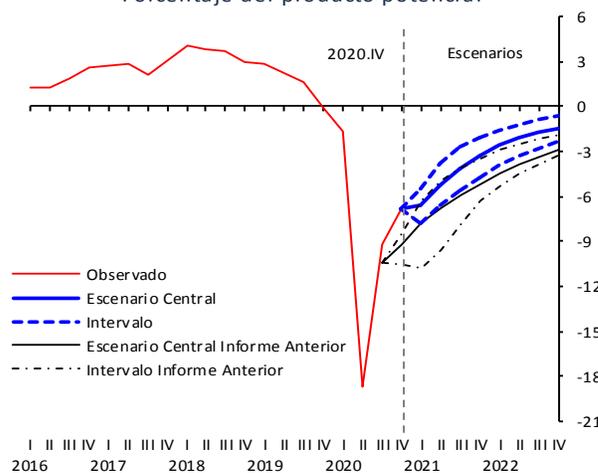


a. e. Cifras ajustadas por estacionalidad.

Nota: Las trayectorias del Informe Actual el pronóstico inicia en 2021 T1. En el caso de los escenarios del Informe Anterior el pronóstico iniciaba en 2020 T4.

Fuente: INEGI y Banco de México.

Gráfica 2
Estimación de la Brecha del Producto, a. e.
Porcentaje del producto potencial



a. e. Cifras ajustadas por estacionalidad.

Nota: En las trayectorias del Informe Actual el pronóstico inicia en 2021 T1. En el caso de los escenarios del Informe Anterior el pronóstico iniciaba en 2020 T4.

Fuente: Banco de México.

Cuenta Corriente: En congruencia con las previsiones de actividad anteriormente descritas, para 2021 se anticipa un saldo en la balanza comercial de entre 1.5 y 6.5 miles de millones de dólares (0.1 y 0.5% del PIB)

anteriormente induce un efecto aritmético que disminuye la tasa de crecimiento para 2022 de 3.8 a 3.0%.

y un saldo en la cuenta corriente de entre -7.1 y 3.5 miles de millones de dólares (-0.5 y 0.3% del PIB). Estas cifras se comparan con las del Informe previo de un saldo en la balanza comercial de entre 1.0 y 9.2 miles de millones de dólares (0.1 y 0.8% del PIB) y un saldo en la cuenta corriente de entre -9.4 y 1.9 miles de millones de dólares (-0.8 y 0.2% del PIB). Para 2022, se prevé un saldo en la balanza comercial de entre -6.5 y -1.5 miles de millones de dólares (-0.5 y -0.1% del PIB) y un saldo en la cuenta corriente de entre -13.0 y -2.5 miles de millones de dólares (-0.9 y -0.2% del PIB). Estas cifras se comparan con las previsiones del Informe anterior de un saldo en la balanza comercial de entre -5.0 y 0.0 miles de millones de dólares (-0.4 y 0.0% del PIB) y un saldo en la cuenta corriente de entre -12.5 y -4.4 miles de millones de dólares (-1.0 y -0.4% del PIB).

Riesgos para el crecimiento: No obstante los recientes anuncios sobre los avances en el desarrollo de varias vacunas y el inicio de campañas de vacunación en varios países, incluyendo México, se considera que los riesgos para el escenario central se mantienen sesgados a la baja, si bien en menor grado que en el Informe anterior. En particular, prevalece un entorno de marcada incertidumbre a nivel global, toda vez que en varios países persisten elevados números de casos; se desconocen detalles de los paquetes de estímulo fiscal que pudieran implementarse en las principales economías, y se enfrentan retos ante la debilidad de la demanda interna y el mercado laboral. Cabe señalar que muchos de estos riesgos podrían retroalimentarse entre sí. En particular:

- i. Que se prolonguen las medidas de distanciamiento social o se retomen medidas más estrictas, tanto a nivel global, como nacional, ocasionando una mayor o más prolongada afectación de la actividad económica; o bien, que haya retrasos en la producción, distribución o aplicación de las vacunas.
- ii. Que se observen episodios adicionales de volatilidad en los mercados financieros internacionales y se afecten los flujos de financiamiento para las economías emergentes. Esto podría ocurrir como resultado de episodios de mayor aversión al riesgo, por aumentos en las tasas de interés de

largo plazo en Estados Unidos, o por una pérdida de confianza de los inversionistas dependiendo de la evolución del brote de COVID-19 a nivel mundial.

- iii. Que las afectaciones causadas por la pandemia sean mayores a las previstas o que sus secuelas sobre la economía sean más permanentes.
- iv. Que se observen reducciones en la calificación de la deuda soberana y la de Pemex, lo que podría afectar el acceso a los mercados financieros.
- v. Que persista el entorno de incertidumbre interna que ha afectado a la inversión y que ello ocasione que se difieran o cancelen planes de inversión o que los consumidores reduzcan su gasto de manera precautoria.
- vi. Que no se llegue a un acuerdo sobre la regulación de subcontratación que permita, al mismo tiempo, proteger el empleo y los derechos de los trabajadores y lograr una asignación eficiente y flexible del trabajo.

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

- i. Que la pandemia se disipe en el corto plazo, como resultado de nuevos tratamientos o de la introducción, distribución y aplicación de una vacuna efectiva, lo que apoyaría 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 contribuyan 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 recuperación de la demanda externa, particularmente en Estados Unidos, dé un impulso a las exportaciones mayor al anticipado.
- iv. Que la reciente entrada en vigor del T-MEC propicie una inversión mayor a la esperada.

- v. Que, como se ha observado en episodios anteriores, el proceso electoral en marcha conduzca a mayores niveles de gasto agregado.

Los ingresos por remesas y la derrama de divisas por la actividad turística son una parte importante del ingreso de muchos hogares mexicanos. En el Recuadro *Flujos de Divisas a México y Medidas de Acompañamiento a Migrantes y sus Familias* se muestra que, en general, en el país hay una cobertura amplia de servicios financieros para el cambio de divisas, aunque existen áreas de oportunidad para ampliar los servicios financieros en algunas localidades. Así, se enumeran las medidas que el Banco de México, en conjunto con otras autoridades competentes, anunció el 8 de febrero del año en curso para reducir los costos y riesgos asociados a las transacciones en efectivo y mejorar el tipo de cambio que reciben los migrantes y sus familias.

Inflación: El desarrollo de la pandemia y sus efectos sobre la actividad económica y los mercados financieros implican que el entorno para la inflación en México continúa siendo complejo. En particular, ha propiciado un importante cambio en precios relativos, ante los choques de oferta, demanda y financiero. En este contexto, las trayectorias esperadas para la inflación general y subyacente en el horizonte de pronóstico son similares a las dadas a conocer en el Informe anterior, si bien con cierta volatilidad en la general asociada, en buena medida, al comportamiento de las variaciones anuales anticipadas para los energéticos. En particular, se prevé un aumento de la inflación general anual en el segundo trimestre de 2021 asociado, principalmente, a los efectos aritméticos de la reducción en los precios de los energéticos del año previo. Este efecto sería particularmente marcado en el mes de abril. El incremento se revertiría en el tercer trimestre, pero hacia el cuarto volvería a observarse un nuevo aumento, si bien de menor magnitud. Este comportamiento al cierre de 2021 estaría influido por el efecto de base de comparación de la mayor intensidad del periodo de ofertas de “El Buen Fin” en noviembre de 2020, que se supone que no se repetiría en la misma magnitud en 2021, y por el comportamiento de la variación anual de los precios de los energéticos. Esto último, reflejando un efecto de base de comparación y la previsión de cierta

trayectoria creciente en sus niveles de precios. Posteriormente, la inflación general disminuiría en 2022. Respecto del Informe anterior, el pronóstico actual incorpora mayores precios de los energéticos, aunque ello es compensado parcialmente por incrementos menores a los anticipados en los precios de los productos agropecuarios, y dichos efectos se desvanecen en 2022. De esta forma, se continúa esperando que en el horizonte de pronóstico de 12 a 24 meses, la inflación general anual se ubique alrededor de 3% (Cuadro 1 y Gráficas 3a y 3b).

Las previsiones de inflación subyacente incorporan, por un lado, que si bien recientemente se han observado presiones sobre el tipo de cambio, se estima que en el horizonte de pronóstico se ubique en niveles en cierta medida más apreciados a los considerados en el pronóstico del Informe anterior y, por otro, que ahora se prevén condiciones de holgura de menor amplitud que lo anticipado en el Informe previo, aunque aún considerables. Además, se incorpora el efecto del incremento al salario mínimo de 15% a nivel nacional otorgado para 2021, si bien se prevé que este pudiera ser acotado ante la debilidad del mercado laboral y de la actividad económica. También se incorporan los efectos indirectos en la inflación subyacente de los incrementos en los precios de los energéticos. Estos factores, que se tienden a contrarrestar entre sí, conllevan a que la inflación subyacente prevista en el Informe actual se mantenga en los niveles anticipados en el Informe anterior durante 2021 y sea solo ligeramente mayor para 2022. De este modo, se anticipa que la inflación subyacente se ubique alrededor de 3% desde el tercer trimestre de 2021.

La Gráfica 4 presenta, para el índice general y el subyacente, las tasas de variación anual y de variación trimestral desestacionalizada anualizada en el horizonte de pronóstico. Para la inflación subyacente se puede apreciar que se prevé que durante 2021 ambas tasas de variación disminuyan. Destaca también que las tasas trimestrales ajustadas por estacionalidad para ese año se sitúan por debajo de las anuales, que se ven afectadas 12 meses por los choques de corto plazo que la inflación haya sufrido.

La evolución de la inflación y sus diferentes componentes continúa siendo afectada por choques de distintas magnitudes y dirección, por lo cual la

conducción de la política monetaria enfrenta retos y disyuntivas importantes. Así, las amplias condiciones de holgura en la economía y los cambios en la composición del gasto derivado de la pandemia de COVID-19, coexisten con presiones en los precios de los insumos a nivel internacional, con afectaciones en los costos y en las cadenas de valor, y con un ajuste cambiario respecto a los niveles previos a la pandemia. En este contexto, el balance de riesgos alrededor de la trayectoria esperada para la inflación antes descrita es incierto. En particular, destacan los siguientes riesgos:

A la baja:

- i. Un efecto mayor al esperado por la brecha negativa del producto y que mayores medidas de distanciamiento reduzcan la demanda de bienes y servicios.
- ii. Menores presiones inflacionarias globales.
- iii. Que el tipo de cambio se aprecie.
- iv. Que los precios de los energéticos se ubiquen por debajo de lo previsto.
- v. Que dadas las condiciones de holgura en la economía las revisiones salariales no presionen a los precios.

Al alza:

- i. Presiones en la inflación subyacente por la recomposición del gasto.
- ii. Episodios de depreciación cambiaria.

- iii. Presiones de costos por problemas logísticos, por la implementación de medidas sanitarias, o por aumentos salariales o en las condiciones de contratación que se traspasen a los precios al consumidor, a pesar de la holgura en la economía.
- iv. Que se incremente la demanda relativa y se presionen los precios de ciertos bienes en el contexto de la contingencia sanitaria.
- v. Que los precios de los energéticos se sitúen en niveles mayores a los anticipados.

Aún persiste la posibilidad de que se observen choques adicionales o no linealidades asociadas con las afectaciones derivadas del curso que sigue la pandemia, que podrían incidir en la inflación de manera distinta a las que se presentarían en un contexto menos extremo. De esta forma, es posible que ante la holgura que persiste en la economía, el traspaso del tipo de cambio a precios sea menor a lo habitual. Asimismo, los rebrotes en los contagios y nuevos confinamientos a nivel mundial podrían afectar los precios de distintos insumos o bienes finales, influyendo en el comportamiento de los precios en México. De manera relacionada, aunque algunos procesos productivos se han estado adaptando a las nuevas circunstancias, la pandemia podría seguir afectando los términos, condiciones y costos con los que se proveen diversos bienes y servicios en la economía. Adicionalmente, las presiones que la pandemia ejerza sobre las finanzas públicas podrían presionar las primas de riesgo y el tipo de cambio.

Cuadro 1
Pronósticos de la Inflación General y Subyacente

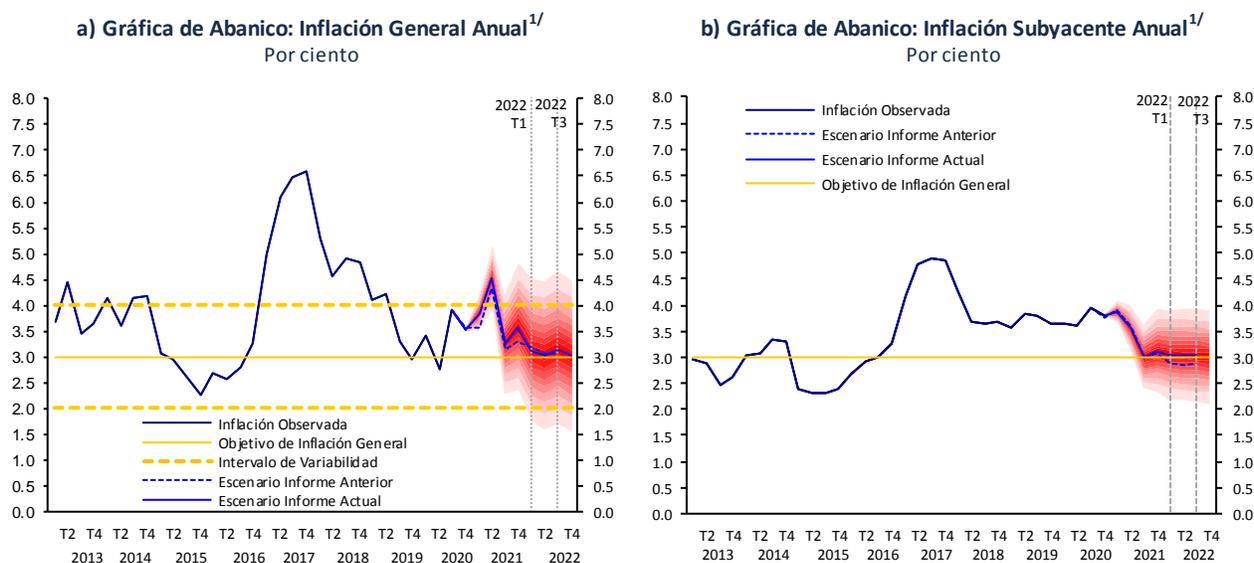
		2020		2021				2022			
		III	IV	I	II	III	IV	I	II	III	IV
INPC	Informe Actual ^{1/}	3.9	3.5	3.8	4.5	3.2	3.6	3.1	3.0	3.2	3.0
	Informe Anterior ^{2/}	3.9	3.6	3.6	4.3	3.1	3.3	3.2	3.1	3.1	
Subyacente	Informe Actual ^{1/}	3.9	3.8	3.9	3.6	3.0	3.1	3.0	3.0	3.0	3.0
	Informe Anterior ^{2/}	3.9	3.8	3.9	3.6	3.0	3.1	2.9	2.9	2.9	

^{1/} Pronóstico a partir de febrero de 2021.

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

Fuente: Banco de México e INEGI.

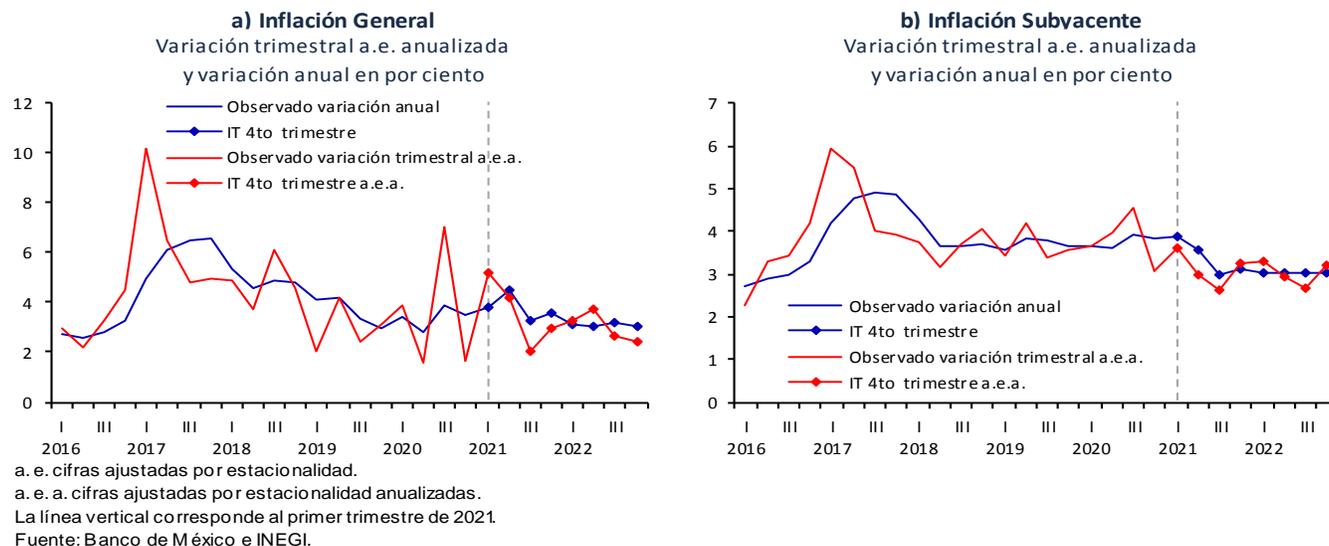
Gráfica 3



^{1/} Promedio trimestral de la inflación anual. Se señalan con líneas verticales punteadas los próximos cuatro y seis trimestres a partir del primer trimestre de 2021 es decir, el primer y tercer trimestre de 2022 respectivamente, lapsos en los que los canales de transmisión de la política monetaria operan a cabalidad.

Fuente: Banco de México e INEGI.

Gráfica 4



Los avances en el desarrollo de vacunas contra el COVID-19 han permitido que varios países, entre ellos México, hayan comenzado campañas para la vacunación de sus poblaciones. Ello ha derivado en mejores expectativas sobre la recuperación y normalización de la actividad económica a nivel global, particularmente en el mediano plazo. No obstante, el avance de los contagios, tanto a nivel global como en México en particular, ha implicado nuevas restricciones a la movilidad con afectaciones sobre la producción de bienes y servicios que pudieran afectar el desempeño de la economía, particularmente en la primera mitad de 2021. La producción, distribución y aplicación de las vacunas a gran escala –incluyendo su aceptación por parte de la población– es un reto a nivel nacional y global. Además, aún están por determinarse las secuelas y efectos más permanentes sobre la economía y su potencial de crecimiento. En este contexto de alta incertidumbre, la política económica, incluyendo los ámbitos monetario y fiscal, enfrenta el reto de apoyar una recuperación generalizada, sólida y expedita de la economía y el mercado laboral, conservando la fortaleza de los fundamentos macroeconómicos de la economía mexicana. Para ello también se requiere fomentar condiciones que permitan atraer una mayor inversión, mejorar la percepción sobre el clima de negocios en el país y salvaguardar y fortalecer el ámbito institucional. También se deben corregir los problemas institucionales y estructurales que por años han impedido mayores niveles de inversión y productividad. Igualmente, es necesario mantener la

flexibilidad en la asignación de recursos y permitir los ajustes microeconómicos necesarios para impulsar la reactivación de la actividad productiva y del empleo como respuesta a las afectaciones ocasionadas por la emergencia sanitaria. Finalmente, como se ha enfatizado en Informes anteriores, se debe continuar con el esfuerzo de fortalecer el estado de derecho, combatir la inseguridad, la corrupción y la impunidad, y garantizar el respeto a los derechos de propiedad. Estas acciones en conjunto permitirán consolidar una etapa de recuperación de la pandemia más pronta y ordenada y generar, en el mediano y largo plazos, un mayor desarrollo y bienestar para toda la población.

El Recuadro *La Reforma del Sistema de Pensiones de México: Posibles Efectos sobre las Jubilaciones, la Dinámica del Ahorro Obligatorio y las Finanzas Públicas* describe los principales elementos de la reforma al sistema de pensiones recientemente aprobada en el Congreso. Se ilustra que dicha reforma conllevaría principalmente a: i) un mayor número de trabajadores con derecho a una pensión; ii) una pensión más alta debido al incremento en las aportaciones a las cuentas individuales de los trabajadores y a la flexibilización de la Pensión Mínima Garantizada; iii) un aumento sostenido del ahorro interno el cual brindaría una mayor disponibilidad de recursos para el financiamiento de proyectos productivos de largo plazo; y, iv) un beneficio fiscal por alrededor de las siguientes dos décadas y un costo fiscal moderado a partir de entonces.



BANCO DE MÉXICO

3 de marzo de 2021

www.banxico.org.mx