



BANCO DE MÉXICO

Resumen Ejecutivo del Informe Trimestral

Julio – Septiembre 2020

Respecto de la versión del resumen ejecutivo que se publicó el día 25 de noviembre de 2020 a las 12:30 pm, en esta versión (publicada el mismo día 25 de noviembre de 2020 a las 7:30 pm), se modificó la página 7 para clarificar la exposición.

Resumen

Durante 2020, la pandemia del COVID-19 implicó choques que afectaron a todos los países de manera generalizada, teniendo repercusiones sobre la actividad económica, la inflación y las condiciones financieras globales. Así, después de una profunda contracción económica mundial en el segundo trimestre, se comenzó a observar una recuperación durante el tercer trimestre del año, principalmente ante la reapertura de diversas actividades productivas. Dicha recuperación ha sido parcial y persiste una elevada incertidumbre sobre el ritmo que tendrá en los próximos trimestres, el cual dependerá, entre otros factores, de la evolución misma de la pandemia y del comportamiento que presenten los diferentes componentes de la demanda agregada y sectores. Después del episodio de elevada aversión al riesgo global en marzo y abril, los mercados financieros han mejorado, aunque han seguido sujetos a periodos de volatilidad, si bien más acotada, y persisten riesgos importantes. Este contexto presenta retos significativos para la economía mexicana, su recuperación, la evolución del mercado laboral y el mantenimiento de la estabilidad macroeconómica y del sistema financiero. En este entorno complejo, el Banco de México ha buscado conducir la política monetaria de manera oportuna y prudente, procurando mantener el poder adquisitivo de la moneda nacional. Adicionalmente, se adoptaron diversas medidas acordes con sus finalidades de promover el sano desarrollo del sistema financiero y el buen funcionamiento de los sistemas de pagos.

Profundizando en el entorno internacional que México ha enfrentado durante el periodo que cubre este Informe, la información disponible sugiere que el proceso referido de recuperación de la actividad económica mundial ha sido heterogéneo entre países y, recientemente, ha procedido a un ritmo menor al observado entre mayo y junio. Así, la economía global está aún lejos de alcanzar los niveles de actividad previos a la pandemia y existe el riesgo de que la recuperación se vea obstaculizada por nuevas medidas de confinamiento. Esto se ha presentado recientemente en diversos países, como algunos europeos y Estados Unidos, entre otros, ante los rebotes en el número de contagios. En este contexto, los pronósticos de crecimiento de

organismos multilaterales siguen anticipando una fuerte contracción del PIB para 2020, si bien fueron revisados al alza durante el periodo que cubre este Informe ya que la contracción fue menor a la anticipada en el segundo trimestre. Las expectativas para 2021 continúan previendo una gradual recuperación, si bien ligeramente menor a la prevista. Dichas previsiones están sujetas a un alto grado de incertidumbre y a la evolución que presenten los componentes de la demanda en diversos países y sectores económicos. En este contexto, el balance de riesgos para el crecimiento mundial continúa siendo negativo. Por su parte, en el periodo que se reporta, las inflaciones general y subyacente en la mayoría de las economías avanzadas aumentaron ligeramente, si bien siguieron situándose en niveles bajos e inferiores a los objetivos de sus respectivos bancos centrales.

En respuesta a este entorno, las autoridades monetarias y fiscales han implementado medidas de estímulo para mitigar los efectos adversos de la pandemia sobre la economía. Los principales bancos centrales han utilizado su balance para propiciar un buen funcionamiento de los mercados financieros y han mantenido las tasas de interés en niveles históricamente bajos, enfatizando su compromiso de mantener una postura acomodaticia por un periodo prolongado hasta que se presente un aumento sostenido de la inflación.

En el recuadro titulado *La Nueva Estrategia de Política Monetaria de la Reserva Federal*, se describen los cambios recientes en la estrategia de política monetaria de la Reserva Federal. Se analizan los retos para su implementación, principalmente en un entorno en el cual las expectativas de inflación han permanecido persistentemente por debajo de la meta de 2 por ciento. Finalmente, se destaca que los cambios adoptados por la Reserva Federal, no necesariamente se aplican a otras economías, como las emergentes, que enfrentan condiciones distintas a las prevalecientes en Estados Unidos.

Entre las economías emergentes, la mayoría de estas enfrentaron una inflación por debajo de sus metas y los bancos centrales de varias de estas economías

siguieron reduciendo sus tasas de política en el periodo que se reporta.

En el recuadro titulado *Uso del Balance y Programas de Provisión de Liquidez en Bancos Centrales de Economías Emergentes* se describen las medidas adoptadas por los bancos centrales de economías emergentes que han implicado el uso de su balance. Se distingue entre las medidas tradicionales de provisión de liquidez, como los reportos, y los programas de compras de activos. Se analizan los riesgos asociados con estos últimos programas y sus diferencias con respecto a las medidas no convencionales adoptadas en economías avanzadas. Se destaca que su adopción depende de las condiciones particulares que enfrenta cada economía. Finalmente, se describe el caso de México y su respuesta de política ante el deterioro en las condiciones de operación de diversos mercados financieros.

Además, diversas economías han mantenido o ampliado sus medidas de apoyo fiscal para hacer frente a la pandemia. El Fondo Monetario Internacional estima que los apoyos fiscales anunciados hasta mediados de septiembre representaban alrededor del 12% del PIB mundial. En el caso de las economías avanzadas, las medidas de estímulo, incluyendo el gasto adicional, el recorte en los impuestos y el otorgamiento de préstamos y garantías, alcanzan el 20% del PIB, mientras que en el caso de las economías emergentes, estas medidas representan alrededor del 6% del PIB en promedio.

En el recuadro *Respuesta Fiscal ante la Pandemia de COVID-19* se describe como, ante la crisis económica provocada por la pandemia de COVID-19, las autoridades monetarias y fiscales de diversos países han implementado medidas de estímulo sin precedentes. En particular, los estímulos fiscales excepcionales han alcanzado niveles alrededor del 12% del PIB mundial, de acuerdo a estimaciones del FMI, gran parte de lo cual ha sido implementado por las economías avanzadas y algunas emergentes de mayor tamaño. La respuesta fiscal ha diferido entre países en cuanto al tamaño y sus características, en función de los aspectos estructurales de cada economía y del espacio fiscal. En este sentido, el presente recuadro ofrece una breve descripción de

la magnitud de la respuesta fiscal y de los diferentes tipos de medidas implementadas en diversos países.

Durante la mayor parte del tercer trimestre los mercados financieros internacionales continuaron mostrando un comportamiento positivo, impulsado por la gradual recuperación de la actividad económica mundial y los estímulos monetarios, fiscales y financieros implementados en las economías sistémicamente importantes, así como por las expectativas de avances en el desarrollo de una vacuna contra el COVID-19. No obstante, a partir de mediados de septiembre se registraron episodios de volatilidad, si bien más acotados que los observados durante marzo y abril. Ello ante la menor probabilidad de aprobación de un nuevo paquete de apoyo fiscal en Estados Unidos y el proceso electoral en ese país, así como una nueva ola de contagios en diversos países, entre otros factores.

Entre los principales factores de riesgo adicionales a la evolución de la pandemia se encuentran: los elevados niveles de endeudamiento tanto del sector público como del privado, un incremento en el número de quiebras de empresas en los sectores más afectados por la pandemia, un nuevo escalamiento en las tensiones comerciales, un agravamiento de los conflictos geopolíticos y sociales en diversas regiones del mundo, la posibilidad de la salida del Reino Unido de la Unión Europea sin un acuerdo comercial, la insuficiencia y/o retiro prematuro de las medidas de estímulo y apoyo económico para enfrentar la pandemia, y el riesgo de mayores desastres naturales por factores ambientales.

En el recuadro *Evolución del Riesgo Soberano de Economías Emergentes* se describe el comportamiento reciente de las coberturas de riesgo soberano (CDS) de países emergentes y analizan los determinantes de dichos indicadores. Los resultados obtenidos con un modelo panel para economías emergentes sugieren que el endeudamiento público, el balance fiscal y la tasa de crecimiento influyen sobre su valor. Adicionalmente, con una estimación de componentes principales, se observa que entre diciembre y mayo de 2020 la variación de dichos indicadores estuvo dominada por un componente común, pero que a partir de junio se observa una

importante diferenciación entre economías. Por su parte, al utilizar un modelo de vectores autorregresivos para México, se encuentra que, a la reducción en las primas de riesgo soberano observada a partir de mayo 2020 han contribuido tanto una menor aversión al riesgo global como factores idiosincrásicos.

En cuanto a la economía mexicana, luego de la fuerte contracción de la actividad económica registrada en abril y mayo como resultado de la pandemia de COVID-19 y las medidas para hacerle frente, desde junio se ha recuperado como resultado de la reanudación de la actividad productiva en diversos sectores y de una reactivación de la demanda, especialmente la externa. No obstante, permanece por debajo de los niveles previos a la pandemia y persiste una marcada incertidumbre respecto de la evolución futura de la economía, toda vez que la pandemia sigue en curso, persisten restricciones sobre la operación de varias actividades, aún se desconocen las afectaciones más duraderas ocasionadas por la emergencia sanitaria, y existe el riesgo de rebrotes que impliquen mayores medidas de contención. Además, hacia delante, tal como en otros países, la recuperación dependerá de la evolución que presenten los distintos componentes de la demanda agregada y de los retos que enfrente cada sector productivo.

Durante la mayor parte del tercer trimestre del año los mercados financieros nacionales presentaron un comportamiento positivo. Si bien estuvieron sujetos a episodios de volatilidad a partir de mediados de septiembre, estos han sido más acotados que los registrados en marzo y abril. Así, durante la segunda mitad de septiembre la cotización del peso mexicano se depreció y las tasas de interés de mayor plazo y primas de riesgo mostraron aumentos. Ello estuvo asociado con la volatilidad financiera internacional, que se ha moderado recientemente. Hacia finales del periodo que se reporta las tasas de interés de mayor plazo disminuyeron y el peso se apreció. Hacia delante, no pueden descartarse nuevos episodios de aversión al riesgo y volatilidad, lo cual dependerá de la evolución de la pandemia, así como de otros factores de riesgo idiosincrásicos y externos.

En el recuadro titulado *Evolución de la Curva de Rendimientos de Economías Emergentes* se analiza el comportamiento de la curva de rendimientos de

México en comparación con las de otras economías emergentes (EMEs). En particular, se analizan los dos primeros componentes principales relacionados con el nivel y la pendiente de la curva referida. El primero resume información contenida en toda la curva sobre las condiciones de financiamiento en la economía y el segundo contiene información sobre las primas por riesgo. Los resultados muestran que en comparación con otras EMEs, la curva de rendimientos de México ha presentado un ajuste a la baja ordenado y significativo en lo que va del 2020, lo que ha permitido una reducción de los costos de financiamiento en la economía y de las primas por riesgo.

La inflación en México aumentó en el tercer trimestre de 2020 respecto al trimestre previo. Después de haberse ubicado en un nivel particularmente bajo de 2.15% en abril, la inflación general anual pasó de un promedio de 2.77% en el segundo trimestre a 3.90% en el trimestre de referencia y registró 3.43% en la primera quincena de noviembre. El comportamiento al alza de la inflación general en el tercer trimestre se debió tanto a la evolución del componente subyacente, como a un importante aumento de la no subyacente. Al interior del componente subyacente se registraron presiones al alza en los precios de las mercancías, las cuales superaron las presiones a la baja en los precios de los servicios. Esta recomposición al interior de la inflación subyacente reflejó los efectos de la pandemia sobre los patrones de consumo de los hogares, aunado a los efectos de choques de oferta y de la depreciación del tipo de cambio. No obstante, desde agosto se han venido moderando algunos de los choques que habían presionado al alza a la inflación subyacente, al tiempo que en la primera quincena de noviembre las ofertas de “El Buen Fin” influyeron en que esta presentara una marcada reducción.

En el recuadro *Efectos de la Pandemia de COVID-19 sobre los Distintos Componentes de la Inflación Subyacente* se muestra que en los meses de la crisis sanitaria la evolución de los precios de las mercancías y de los servicios en México ha sido atípica respecto a lo observado en años anteriores, ante los choques que se han enfrentado. Además, con base en la estimación de modelos econométricos se reporta evidencia de la

presencia de choques sobre la inflación potencialmente atribuibles a la pandemia más allá de lo que se podría atribuir al comportamiento de los determinantes usuales.

En cuanto a la inflación no subyacente, su comportamiento ha estado determinado, en buena medida, por la evolución de los precios de los energéticos, a su vez reflejo de la dinámica de las referencias internacionales. Al respecto, luego de que los precios históricamente bajos de los energéticos contribuyeran a que en abril la inflación no subyacente anual registrara un nivel negativo, conforme estos precios se fueron recuperando, la inflación no subyacente se vio presionada por este canal hasta agosto. Posteriormente, las variaciones anuales de los energéticos disminuyeron, pero se vieron contrarrestadas por incrementos en las de los agropecuarios, hasta que en la primera quincena de noviembre ambas disminuyeron, dando lugar a una importante reducción en la inflación no subyacente.

La evolución de la inflación ha estado sujeta a varios choques con diferentes intensidades y que tienen efectos en diferentes sentidos, lo cual impone retos y disyuntivas considerables a la conducción de la política monetaria. Estos choques han afectado a la inflación en los meses de la contingencia sanitaria, y será importante dar seguimiento a sus consecuencias hacia adelante.

En el recuadro *Impacto de la Pandemia de COVID-19 en la Dinámica de Precios al Consumidor en EUA y México* se da cuenta de que, a pesar de que la pandemia de COVID-19 ha impactado significativamente a la actividad económica tanto por el lado de la demanda como de la oferta, contribuyendo a una fuerte contracción del crecimiento, sus efectos sobre la dinámica de precios son, a priori, ambiguos. Debido a la simultaneidad de estos choques, analizar únicamente los movimientos del índice de precios agregado es insuficiente para identificar las contribuciones de factores de oferta y de demanda. Así, este recuadro busca identificar y cuantificar estas contribuciones sobre la dinámica de la inflación observada durante la pandemia en México y Estados Unidos a nivel sectorial. Los resultados obtenidos muestran que existen diferencias entre México y Estados Unidos en la

evolución de la contribución de dichos factores sobre la inflación, particularmente en lo que se refiere a su persistencia. No obstante, se observan coincidencias en las afectaciones sectoriales en ambos países.

En lo referente a las decisiones de política monetaria, la Junta de Gobierno del Banco de México redujo la tasa de referencia en 75 puntos base durante el periodo que abarca este Informe. En particular, en la decisión de agosto disminuyó la tasa de referencia en 50 puntos base, en la de septiembre lo hizo en 25 puntos base, para ubicarla en 4.25%, mientras que en la del 12 de noviembre la mantuvo constante en este último nivel. En estas reuniones la Junta de Gobierno consideró que los retos derivados de la pandemia para la política monetaria incluían tanto la importante afectación a la actividad económica, como un choque financiero y sus efectos en la inflación. En las decisiones de agosto y septiembre consideró los escenarios previstos y el espacio que en balance estos otorgan a la política monetaria. En el comunicado de septiembre, la Junta de Gobierno señaló que dicho espacio es limitado. Por su parte, en el comunicado de la decisión del 12 de noviembre destacó que el comportamiento reciente de la inflación general y subyacente, y de los factores que inciden en ellas, implican un ligero incremento en las trayectorias previstas en el horizonte de pronóstico, si bien se anticipa que las correspondientes a los próximos 12 a 24 meses estén alrededor de 3%. En dicha decisión consideró estas previsiones y la conveniencia de consolidar una trayectoria decreciente para la inflación general y subyacente hacia la meta de 3%. Señaló que esta pausa brinda el espacio necesario para confirmar una trayectoria convergente de la inflación a la meta. Hacia adelante, destacó que la conducción de la política monetaria dependerá de la evolución de los factores que inciden en la inflación general y subyacente, en sus trayectorias previstas en el horizonte de pronóstico y en sus expectativas.

La Junta de Gobierno tomará las acciones que considere 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 del Banco de México en el plazo en el que opera la política monetaria. Perseverar en fortalecer los fundamentos

macroeconómicos y adoptar las acciones necesarias en los ámbitos monetario y fiscal, contribuirá a 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: Si bien la información disponible indica que la economía mexicana presentó una gradual recuperación respecto de las afectaciones del segundo trimestre, impulsada por la apertura paulatina de diversas actividades y una mayor movilidad de la población, esta aún se ubica por debajo de su nivel previo a la emergencia sanitaria y persiste un entorno de alta incertidumbre asociada a la evolución, tanto a nivel global como nacional, de la pandemia, al tiempo que se mantienen restricciones a la operación en diferentes sectores. En particular, la presencia de brotes adicionales en varias economías y la ausencia de un tratamiento efectivo o vacuna disponible han prolongado la duración de la emergencia sanitaria respecto de las estimaciones iniciales.

En los dos Informes Trimestrales previos, se presentaron tres escenarios ilustrativos para contar con una perspectiva amplia del posible comportamiento del PIB en 2020 y 2021. Ello considerando que los choques enfrentados por la economía dificultaban la elaboración de un pronóstico tradicional, toda vez que no se derivaron de un ciclo económico común sino de una pandemia que provocó acciones importantes de confinamiento y cierre de actividades no esenciales, así como una marcada incertidumbre tanto sobre el desarrollo de la propia emergencia sanitaria como de sus efectos de corto y mediano plazo sobre la economía. Dada la mayor información que se tiene actualmente sobre la magnitud del impacto adverso inicial y la fase de recuperación iniciada en respuesta a la reapertura de diversas actividades y reactivación de la economía global, en esta edición se presenta un escenario central, en sustitución de los escenarios ilustrativos mencionados. No obstante, en la coyuntura actual persiste un alto grado de incertidumbre sobre la evolución futura de la actividad, tanto nacional, como global, por lo que dicha previsión es acompañada por un intervalo de mayor amplitud, a fin de incorporar el

elevado grado de incertidumbre que se mantiene alrededor del escenario central.

El escenario central supone una recuperación gradual, a un ritmo moderado, a lo largo del horizonte de pronóstico, convergiendo a un crecimiento inercial hacia 2022. Dicha trayectoria reflejaría la paulatina recuperación de la economía global, cautela de consumidores e inversionistas ante el entorno de marcada incertidumbre derivado del desarrollo de la pandemia y de sus efectos sobre la economía, así como heterogeneidad sectorial en el ritmo de reactivación y relajamiento de las restricciones que aún enfrenten y de retos para la recuperación de la demanda agregada, particularmente por la debilidad del componente interno y la también gradual recuperación esperada del mercado laboral. Bajo estas perspectivas, el crecimiento del PIB para 2020, 2021 y 2022 se ubicaría en -8.9, 3.3 y 2.6% respectivamente (Gráfica 1; se incluyen las trayectorias de los escenarios del Informe previo como referencia).

Como se mencionó, dada la elevada incertidumbre prevaleciente respecto del desempeño de la economía, particularmente en 2021, el escenario central descrito es acompañado por un intervalo amplio cuyos límites responden a las siguientes consideraciones:

- a) El límite superior supone una recuperación más acelerada que la del escenario central en la parte inicial del horizonte de pronóstico. Ello como resultado de una mayor reactivación de diversos sectores económicos y del mercado laboral en general, así como un mayor impulso de la demanda externa, y que a lo largo de 2021 dicho ritmo se modera para converger a un crecimiento inercial hacia 2022. Bajo esta trayectoria, las previsiones del PIB para 2020, 2021 y 2022 se ubicarían en -8.7, 5.3 y 2.7% respectivamente.
- b) El límite inferior supone que se presentan afectaciones adicionales, ya sea como resultado de la expiración de los estímulos fiscales en diversos países o de un agravamiento de la pandemia, en México o en otros países, que ocasionen una reimposición de restricciones a la operación de diversos sectores y una disminución de la actividad económica entre finales de 2020 y principios de 2021, para posteriormente

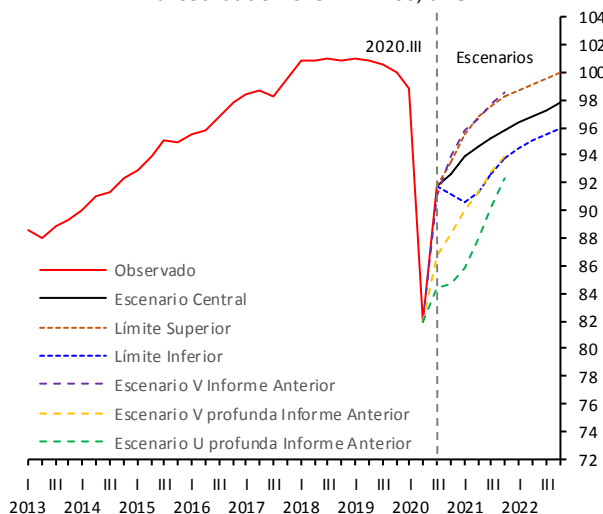
presentar una recuperación moderada durante el resto de 2021, convergiendo a un crecimiento inercial hacia 2022. Bajo esta trayectoria, las previsiones del PIB para 2020, 2021 y 2022 se ubican en -9.3, 0.6 y 3.8%, respectivamente.

Podría llamar la atención que la tasa de crecimiento porcentual anual del PIB en el escenario central en 2022 es menor a las que se derivan de las trayectorias de los límites del intervalo, pero esto responde a los efectos aritméticos ocasionados por las diferentes bases de comparación que resultan de las trayectorias del PIB de 2021, pues como se aprecia en la Gráfica 1 el nivel de actividad del límite inferior es menor en todo momento que en el escenario central, el cual, a su vez, es menor que el del límite superior.

La duración y evolución futura de la pandemia, así como sus efectos sobre la economía, aún son inciertos y se desconoce cuándo podría haber un tratamiento efectivo o vacuna disponible. Ello continuará incidiendo sobre el ritmo de normalización de la actividad económica. Además, el desempeño de la economía está sujeto a presentar altibajos, toda vez que hacia delante la dinámica responderá cada vez menos a la reapertura de diversas actividades y más al comportamiento, probablemente diferenciado, de los componentes de la demanda y de los sectores productivos. Cabe mencionar que bajo el escenario central la actividad económica no recuperaría el nivel observado al cierre de 2019, previo a la pandemia, en el horizonte de pronóstico descrito, toda vez que, bajo un crecimiento inercial, este se alcanzaría hacia finales de 2023. No obstante, si se cumplieran las previsiones en el límite superior, estos niveles podrían alcanzarse hacia finales de 2022.

Con respecto a la posición cíclica de la economía, se anticipa que las condiciones de holgura sigan mostrando una amplitud considerable a lo largo de todo el horizonte de pronóstico, si bien cerrándose gradualmente (Gráfica 2; se incluyen las trayectorias de los escenarios del Informe previo como referencia).

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

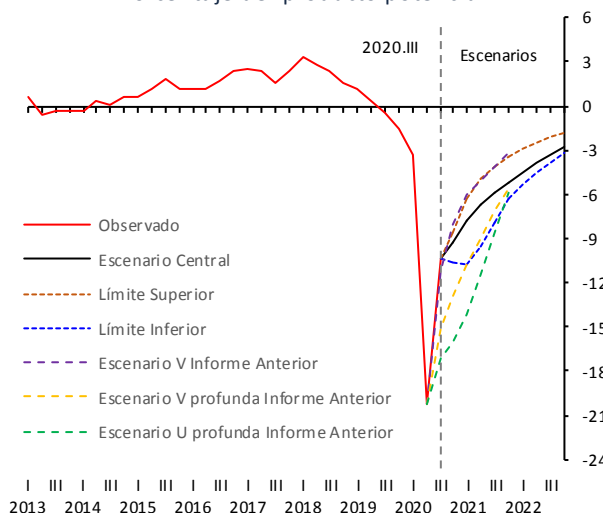


a. e. Cifras ajustadas por estacionalidad.

Nota: Para el crecimiento del PIB en 2020 T3 se considera la estimación oportuna divulgada por INEGI, de modo que en las trayectorias del Informe Actual el pronóstico inicia en 2020 T4. En el caso de los escenarios del Informe Anterior el pronóstico iniciaba en 2020 T3.

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: Para el crecimiento del PIB en 2020 T3 se considera la estimación oportuna divulgada por INEGI, de modo que en las trayectorias del Informe Actual el pronóstico inicia en 2020 T4. En el caso de los escenarios del Informe Anterior el pronóstico iniciaba en 2020 T3.

Fuente: Banco de México.

Empleo: Si bien prevalece una alta incertidumbre respecto de la evolución del número de puestos de trabajo afiliados al IMSS, con base en las previsiones presentadas y la información actualizada sobre la

evolución de dicho indicador, se espera que en 2020 este muestre una variación negativa de entre 850 y 700 mil puestos de trabajo, mientras que para 2021 se anticipa una variación de entre 150 y 500 mil puestos de trabajo, y para 2022 de entre 300 y 500 mil puestos de trabajo.

El recuadro *Dinámica Reciente de los Puestos de Trabajo Afiliados al IMSS* muestra que la evolución del empleo afiliado al IMSS se vio afectada durante la emergencia sanitaria tanto por una mayor destrucción, como por una menor creación, de puestos de trabajo por parte de los empleadores respecto de lo que se venía observando previo a la pandemia. También se encuentra que la caída neta del empleo estuvo asociada en mayor medida con un menor dinamismo en las contrataciones.

Cuenta Corriente: En congruencia con la información más oportuna y las previsiones de actividad anteriormente descritas, para 2020 se espera un saldo en la balanza comercial de entre 27.1 y 30.3 miles de millones de dólares (2.6 y 2.9% del PIB) y un saldo en la cuenta corriente de entre 20.3 y 24.3 miles de millones de dólares (1.9 y 2.3% del PIB), en tanto que para 2021 se anticipa 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 -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: Se considera que los riesgos para el escenario central están sesgados a la baja. Ello debido al entorno de marcada incertidumbre a nivel global que persiste alrededor de la evolución de la pandemia, en un contexto en que algunos países han endurecido las restricciones a la operación de diversas actividades y en el que se desconoce el alcance de los paquetes de estímulo fiscal que pudieran mantenerse o implementarse en las principales economías, además de que se enfrentan retos internos ante la debilidad de la demanda interna y del mercado laboral. Cabe señalar que muchos de estos riesgos podrían retroalimentarse entre sí. En particular, entre los riesgos a la baja se encuentran:

- 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.
- ii. Que se observen episodios adicionales de volatilidad en los mercados financieros internacionales y se afecten los flujos de financiamiento para las economías emergentes, como resultado de episodios de 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 bien por otros factores como conflictos geopolíticos o de comercio internacional.
- iii. Que las medidas de apoyo a nivel nacional o internacional sean insuficientes para evitar mayores afectaciones en la estructura productiva como 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.
- v. 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.
- vi. Que persista el entorno 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 en el corto plazo, como resultado de nuevos tratamientos o de la introducción 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

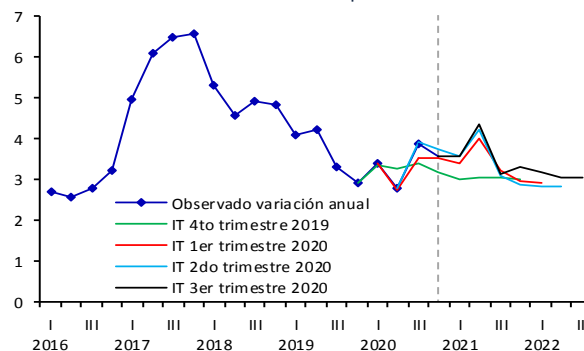
consumidores e inversionistas, y, en general, contrarrestar las secuelas de la pandemia y apoyar la recuperación de la economía global.

- iii. Que la reciente entrada en vigor del T-MEC propicie una inversión mayor a la esperada.

Inflación: En los dos Informes Trimestrales anteriores se construyeron sendas para la posible evolución de la inflación de acuerdo con los tres escenarios considerados para la actividad económica. Partiendo de dichas sendas, se reportaba la trayectoria que presentaría la inflación si esta se ubicara en el centro del rango generado por los escenarios, es decir, de un escenario intermedio. Si bien el desarrollo de la pandemia y sus efectos sobre la actividad económica continúan generando incertidumbre sobre la trayectoria que pudiera seguir la inflación, en este Informe, en congruencia con la inclusión de un escenario central para la actividad económica, se presenta un escenario central para la inflación, como se reportaba antes de la pandemia, pero enfatizando la prevalencia de un alto grado de incertidumbre.

De esta forma, respecto al escenario intermedio para la inflación general anual que se dio a conocer en el Informe Trimestral anterior, la previsión para esta variable en el escenario central del Informe actual presenta para el corto plazo una revisión a la baja por la trayectoria esperada de la inflación no subyacente. Posteriormente, se incorpora un ajuste al alza debido a trayectorias ligeramente más elevadas a las anticipadas tanto para la inflación subyacente como para la no subyacente. No obstante, se continúa esperando que el aumento que ha presentado la inflación general anual sea transitorio y que en el horizonte de pronóstico de 12 a 24 meses esta se ubique alrededor de 3% (Cuadro 1, Gráficas 3 y 4).

Gráfica 3
Inflación General
Variación anual en por ciento



La línea vertical corresponde al cuarto trimestre de 2020.

Fuente: Banco de México e INEGI.

El ajuste en la trayectoria de inflación general anual prevista se explica, en la parte del componente no subyacente, principalmente por la evolución esperada de los precios de los energéticos, que para el corto plazo se prevé que se ubiquen por debajo de lo anteriormente anticipado, pero hacia adelante sus variaciones anuales incidirían en mayor medida al alza. Por el lado del componente subyacente, si bien de agosto a octubre se habían venido percibiendo ligeras presiones al alza respecto a lo anticipado, particularmente en el rubro de mercancías, en la primera quincena de noviembre se observaron reducciones importantes en los precios influidas por las ofertas de “El Buen Fin”, de modo que la previsión para el cuarto trimestre del año se mantiene similar a la del Informe previo. No obstante, en cuanto a la trayectoria prevista para la inflación subyacente a partir de 2021, esta se ha visto influida por diversos factores que se contraponen. Por un lado, al alza, por los efectos de las presiones que se habían materializado hasta octubre, así como la menor holgura en la economía en el escenario central actual respecto al escenario intermedio previsto anteriormente. Por otro, a la baja, por las reducciones en noviembre en algunos rubros por los efectos de “El Buen Fin”, si bien estos se incorporan al pronóstico como mayormente transitorios, y un tipo de cambio que se ha ubicado en niveles más apreciados. En suma, a partir de 2021 la inflación subyacente presentaría una trayectoria descendente, si bien ligeramente más lenta que la publicada en el Informe previo. Dicha trayectoria presenta una convergencia hacia el 3%, en la medida que se vayan desvaneciendo los choques a los que ha estado expuesta y se manifiesten con mayor claridad los

efectos de una amplia brecha negativa del producto. En consecuencia, también se anticipa que en el horizonte de pronóstico de 12 a 24 meses la inflación subyacente anual se ubique alrededor de 3%.

La Gráfica 5 presenta, para el índice general y el subyacente, las tasas de variación anual y de variación trimestral anualizada ajustada por estacionalidad en el horizonte de pronóstico. Se puede notar que, por los factores descritos, para la inflación subyacente en el cuarto trimestre de 2020 se observaría una tasa trimestral desestacionalizada menor que la anual, pero que se revertiría para el primer trimestre de 2021. Para los siguientes dos trimestres las tasas trimestrales se ubican por debajo de lo observado en el segundo y tercer trimestres de 2020, que estuvieron afectados al alza en el contexto de la pandemia. Estas tasas trimestrales, además, se sitúan por debajo de las variaciones anuales, las cuales se ven afectadas durante un año por los choques que hayan sufrido.

La evolución de la inflación ha estado sujeta a varios choques con diferentes intensidades y que tienen efectos en diferentes sentidos, lo cual impone retos y disyuntivas considerables a la conducción de la política monetaria. En efecto, la evolución de los precios de los insumos y bienes finales a nivel internacional, la depreciación del tipo de cambio real y las afectaciones en los costos con los que se proveen diversos bienes y servicios, se combinan con condiciones de amplia holgura en la economía y cambios en la composición del gasto de los hogares. Así, por ejemplo, con la información disponible es difícil evaluar la persistencia de las reducciones en los precios de algunas mercancías no alimenticias en la primera quincena de noviembre, en el contexto de “El Buen Fin” y de la amplia holgura en la economía. Estos choques han afectado a la inflación en los meses de la contingencia sanitaria, y será importante dar seguimiento a sus consecuencias hacia adelante. Así, 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, que mayores medidas de distanciamiento reduzcan la demanda de bienes y servicios, o que ante la debilidad de la

demanda, las reducciones de precios durante “El Buen Fin” sean más persistentes.

- 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.

En cuanto a los riesgos a la alza, se encuentran:

- i. Persistencia de la inflación subyacente en niveles elevados.
- ii. Episodios de depreciación cambiaria.
- iii. Que se incremente la demanda relativa por ciertos bienes en el contexto de la contingencia sanitaria, presionando los precios al alza.
- iv. Que los precios de los energéticos se sitúen en niveles mayores a los anticipados.
- v. Que las distintas presiones de costos que pudieran enfrentar las empresas, como los problemas logísticos, la implementación de medidas sanitarias, o una revisión importante en los salarios o bien un encarecimiento de las condiciones de contratación se traspasen a los precios al consumidor a pesar de la holgura en la economía.

Debido a que la pandemia todavía está en curso, aún es posible que se presenten choques adicionales o no linealidades derivadas de las afectaciones en curso que den lugar a que la inflación enfrente presiones distintas a las observadas en circunstancias menos extremas. En efecto, en un entorno en el que persiste holgura en la economía, el traspaso del tipo de cambio a los precios podría ser menor a lo usual. Asimismo, si bien se ha registrado cierta recuperación a nivel global, si se presenta una debilidad económica generalizada en la economía mundial podrían disminuir 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, aun cuando el tipo de cambio ha presentado cierta apreciación respecto de los niveles que alcanzó a inicios de la pandemia, dada la incertidumbre que caracteriza el entorno económico

actual, no pueden descartarse nuevos episodios de depreciación y que estos generen un mayor traspaso. Por otra parte, 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 tenga sobre las finanzas públicas podrían presionar las primas de riesgo y el tipo de cambio.

Cuadro 1
Pronósticos de la inflación General y Subyacente
Variación anual en por ciento

	2020				2021				2022			
	I	II	III	IV	I	II	III	IV	I	II	III	
INPC												
Informe Actual ^{1/}	3.4	2.8	3.9	3.6	3.6	4.3	3.1	3.3	3.2	3.1	3.1	
Informe Anterior ^{2/}	3.4	2.8	3.9	3.7	3.6	4.2	3.1	2.9	2.8	2.8		
Subyacente												
Informe Actual ^{1/}	3.7	3.6	3.9	3.8	3.9	3.6	3.0	3.1	2.9	2.9	2.9	
Informe Anterior ^{2/}	3.7	3.6	3.9	3.8	3.8	3.5	3.0	2.8	2.7	2.7		

Nota: para el informe anterior se estimaron las trayectorias para la inflación con base en la evolución de las variables macroeconómicas en los tres escenarios reportados. 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.

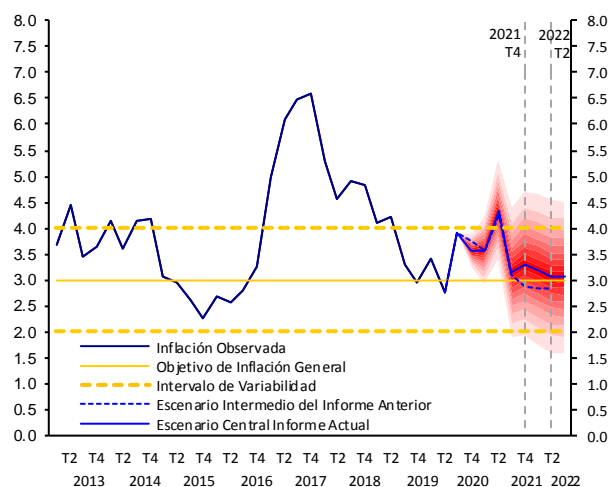
^{1/} Pronóstico a partir de noviembre de 2020.

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

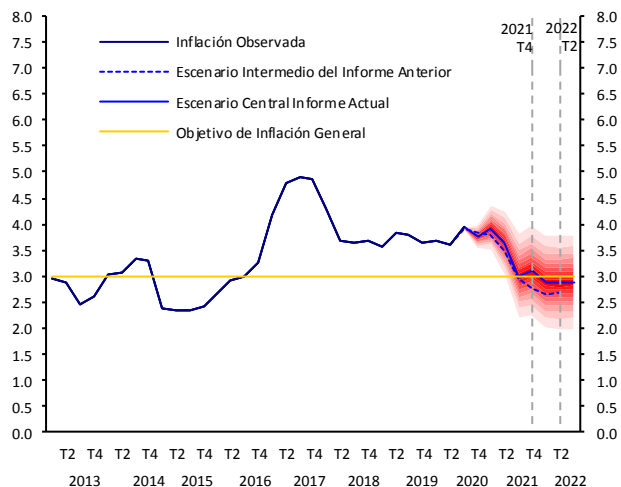
Fuente: Banco de México e INEGI.

Gráfica 4

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



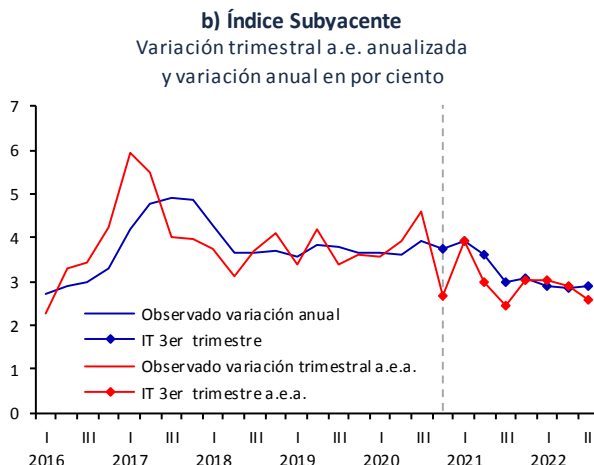
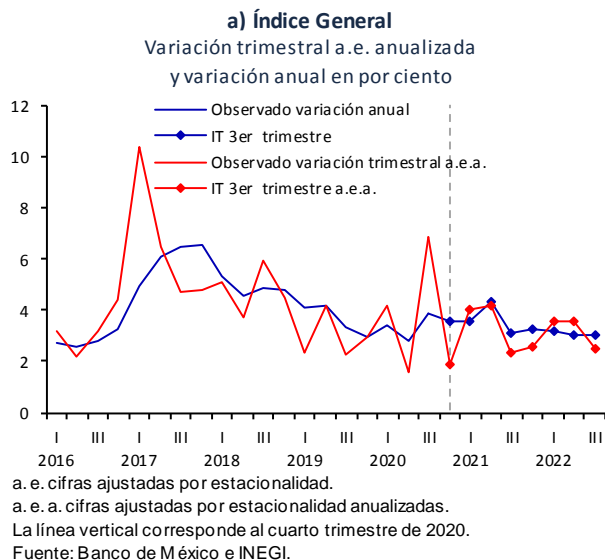
b) Gráfica de Abanico: Inflación Subyacente Anual^{1/}
Por ciento



^{1/} Promedio trimestral de la inflación anual. Se señalan con líneas verticales punteadas los próximos cuatro y seis trimestres a partir del cuarto trimestre de 2020 es decir, el cuarto trimestre de 2021 y el segundo 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 5



Si bien la reapertura gradual de diversas actividades productivas desde junio ha dado lugar a una recuperación, luego de las afectaciones económicas causadas por la emergencia sanitaria en abril y mayo, es necesario considerar que prevalece una alta incertidumbre en torno a la evolución de la pandemia. Adicionalmente, aún están por determinarse las secuelas y efectos más perdurables sobre la economía y su potencial de crecimiento. En este sentido, la política económica, incluyendo los ámbitos monetario y fiscal, sigue enfrentando en el corto plazo el reto de tomar acciones que coadyuven a alcanzar una recuperación generalizada, sólida y expedita de la economía y el mercado laboral, apoyando la reactivación del consumo y la inversión. Ello, sin poner en riesgo la fortaleza de los fundamentos macroeconómicos de la economía mexicana. Esta reactivación también requiere fomentar las condiciones que permitan atraer una mayor inversión, mejorar la percepción sobre el clima de negocios en el país y reducir la incertidumbre económica interna. Para el mediano plazo, se enfrenta también el reto de posibles efectos más persistentes de la pandemia en algunos sectores y regiones. Así, es necesario permitir los ajustes y reacomodos en el funcionamiento de la economía necesarios para impulsar la reactivación de la actividad productiva y del empleo, permitiendo la flexibilidad en la asignación de recursos y procurando un buen funcionamiento microeconómico. Además,

se debe seguir trabajando en corregir los problemas institucionales y estructurales que por años han propiciado bajos niveles de inversión y que han impedido al país aumentar su productividad. De igual forma, como se ha mencionado 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. Todo ello redundará en un mayor dinamismo de la economía, lo que permitirá generar mejores oportunidades de desarrollo y un mayor bienestar para toda la población, no solo en la etapa de recuperación sino, especialmente, en el más largo plazo.



BANCO DE MÉXICO

www.banxico.org.mx