BANCO DE MÉXICO

Programa Monetario 2021

JUNTA DE GOBIERNO

Gobernador

ALEJANDRO DÍAZ DE LEÓN CARRILLO

Subgobernadores

GALIA BORJA GÓMEZ

IRENE ESPINOSA CANTELLANO

GERARDO ESQUIVEL HERNÁNDEZ

JONATHAN ERNEST HEATH CONSTABLE

Programa Monetario para 2021

1. Antecedentes

El Artículo 51 de la Ley del Banco de México establece que en el mes de enero de cada año este Instituto Central debe enviar al Ejecutivo Federal y al H. Congreso de la Unión una exposición de los lineamientos a seguir en cuanto a la conducción de la política monetaria para el año correspondiente. En cumplimiento con esta normatividad, en este documento se exponen los criterios a seguir para la conducción de la política monetaria durante 2021.

De acuerdo con el Artículo 28 de la Constitución Política de los Estados Unidos Mexicanos, "*El Estado tendrá un banco central que será autónomo en el ejercicio de sus funciones y en su administración. Su objetivo prioritario será procurar la estabilidad del poder adquisitivo de la moneda nacional, fortaleciendo con ello la rectoría del desarrollo nacional que corresponde al Estado*". A su vez, el Artículo 2 de la Ley del Banco de México establece que este Instituto Central tendrá por finalidad proveer a la economía del país de moneda nacional y que, en la consecución de esta finalidad, tendrá como objetivo prioritario procurar la estabilidad del poder adquisitivo del peso mexicano. Además, establece que serán finalidades adicionales del Banco de México promover el sano desarrollo del sistema financiero y propiciar el buen funcionamiento de los sistemas de pagos. Es importante destacar que estas tres finalidades constituyen bienes públicos cuya consecución se refleja en el bienestar de la población. Asimismo, tienen profundos vínculos y complementariedades, que el Instituto Central considera no solo al conducir la política monetaria, sino también en su papel de regulador y supervisor de los sistemas financiero y de pagos.

Para cumplir con estas finalidades es primordial que este Instituto Central haga un uso responsable de la facultad de emitir dinero fiduciario y que la cantidad de dinero que ponga en circulación, así como los términos y condiciones de acceso al mismo, sean congruentes con su mandato constitucional. Asimismo, es importante que la población tenga confianza en que el Banco Central, en todo momento, conducirá la política monetaria con el objetivo de procurar la estabilidad del poder adquisitivo de la moneda nacional, lo que implicaría mantener una inflación baja y estable. Esto propicia que la determinación de precios en la economía sea congruente con la meta de inflación de la autoridad monetaria, lo cual tiene claros beneficios para la sociedad.

Para el mejor cumplimiento de las finalidades de este Banco Central se requiere de autonomía en el ejercicio de sus funciones y su administración. Al respecto, la Constitución confiere al Banco de México el carácter de órgano autónomo. Este atributo contribuye a que este Instituto Central se encuentre en condiciones de alcanzar y consolidar su objetivo prioritario y, de esta manera, contribuir al fortalecimiento de la rectoría del desarrollo económico a cargo del Estado.[1] La autonomía no significa libertad de autodeterminación, al contrario, conlleva un amplio ejercicio de transparencia y rendición de cuentas, respecto a las funciones

[1] El Recuadro 6 "Importancia de la Autonomía del Banco Central y del Mandato de Estabilidad de Precios" del Informe Trimestral Julio-Septiembre 2019 describe la importancia de la autonomía constitucional del Banco de México para la economía mexicana.

determinadas en ley, bajo su carácter de banco central, para cumplir con su mandato constitucional de mantener la inflación baja y estable para el bienestar de la sociedad. La transparencia es una herramienta que, a la vez que fortalece el estado de derecho, contribuye al mejor desempeño económico. En especial, la transparencia resulta fundamental para los bancos centrales contemporáneos, pues es la vía más eficaz para mejorar la comunicación con el público y reforzar la confianza de la ciudadanía en el cumplimiento de sus objetivos.

El Banco de México adoptó formalmente en 2001 un régimen de objetivos de inflación como marco para conducir la política monetaria y cumplir cabalmente con su mandato constitucional. Al respecto, la Junta de Gobierno de este Instituto Central estableció que, a partir del año 2003, la meta permanente de inflación sería una variación anual del Índice Nacional de Precios al Consumidor (INPC) de 3%. Además, tomando en cuenta que existe una amplia gama de factores que están fuera del control de la autoridad monetaria y que en el corto plazo pueden incidir sobre la evolución de la inflación, el Banco de México definió un intervalo de variabilidad de más/menos un punto porcentual alrededor de la meta referida.[2] Con lo anterior se reconoce que la inflación general puede presentar volatilidad debido a la ocurrencia de fluctuaciones en precios relativos, cuyo impacto sobre la inflación suele ser transitorio.

La relevancia del mandato constitucional del Banco de México se sustenta en la necesidad de evitar los costos económicos y sociales asociados con periodos de inflación elevada y volátil, los cuales tienen repercusiones adversas y significativas sobre el bienestar de la población. Ello de manera directa mediante menores salarios reales y creación de empleos, así como una distribución del ingreso más desigual, y en el mediano y largo plazos, al inhibir la inversión y el crecimiento económico. Entre los principales costos de la inflación figuran los siguientes:

1. La inflación reduce el poder adquisitivo de la moneda y de los salarios reales, con efectos particularmente adversos sobre la población de menores ingresos, lo cual tiende a generar una distribución del ingreso más desigual. En particular, la inflación reduce el poder adquisitivo del dinero, por lo que equivale a un gravamen sobre todo tipo de saldos monetarios. Así, aquellos hogares que mantienen una mayor proporción de sus ingresos y riqueza en efectivo pagan un mayor impuesto. Por lo general, es la población de menores ingresos la que tiene un acceso más limitado al sistema financiero, por lo que mantiene una mayor fracción de sus ingresos en efectivo y, por ende, se ve más afectada por la inflación. Así, en un entorno inflacionario, el poder adquisitivo de la población de menores ingresos disminuye en mayor proporción que el del resto de la población, lo que amplía la desigualdad económica.

2. La inflación afecta la planeación de mediano y largo plazos de los agentes económicos. Una inflación alta y volátil dificulta la evaluación de proyectos de inversión, ya que genera mayor incertidumbre sobre el comportamiento de los precios en el futuro y, en consecuencia, sobre los retornos esperados asociados con dichos proyectos. Lo anterior tiende a incrementar la rentabilidad requerida a los proyectos de inversión y reduce los horizontes de planeación de los agentes económicos,

[2] Para mayores detalles sobre la meta de inflación y el intervalo de variabilidad ver el Informe sobre la Inflación Abril-Junio de 2002.

desalentando la ejecución de proyectos de mediano y largo plazo con un alto rendimiento social y, en consecuencia, disminuye el crecimiento potencial de la economía y la creación de empleos formales y productivos.

3. La inflación afecta la asignación de recursos en la economía. Bajo un escenario de inflación alta y volátil, las familias y las empresas enfrentan un entorno más incierto para la toma de decisiones, ya que se dificulta la extracción de señales a partir del comportamiento de los precios relativos. Lo anterior distorsiona las decisiones de consumo, ahorro e inversión, y propicia una asignación ineficiente de recursos, con afectaciones sobre la productividad y el crecimiento potencial de la economía. Además, la mayor dificultad para comparar precios entre distintos oferentes de cada producto en un entorno de alta inflación, reduce la competencia en la economía. Por otro lado, un entorno de alta inflación propicia que los agentes económicos asignen mayores recursos a proteger el poder adquisitivo de sus balances nominales, en lugar de destinar estos recursos a actividades productivas.

4. Una mayor inflación conlleva un entorno de mayor incertidumbre, lo cual incrementa el costo real del crédito en la economía. Una inflación alta y volátil implica que un acreedor enfrenta un mayor riesgo de que la inflación sea mayor a lo anticipado al momento de otorgar el crédito. En dicho escenario, el retorno real sobre su inversión podría disminuir considerablemente. Para enfrentar este riesgo, el acreedor aumentaría el costo del financiamiento, afectando el crédito al sector privado, lo que tiene un efecto especialmente importante sobre el financiamiento hipotecario y de proyectos productivos a largo plazo. Además, también se afecta el costo del financiamiento del sector público en moneda nacional. Todo lo anterior repercute adversamente sobre la inversión, la creación de empleos y el crecimiento económico.

5. La inflación puede propiciar un proceso de desintermediación financiera. El sector financiero se ve particularmente afectado por inflaciones altas y volátiles. En efecto, cuando la inflación es elevada, es posible que el rendimiento de los instrumentos de ahorro no compense los aumentos en precios. Ante ello, los agentes económicos pueden optar por destinar sus recursos a otros fines, o bien canalizar sus recursos al sistema financiero internacional en búsqueda de activos denominados en moneda extranjera, cuyo valor no se erosione por la inflación de nuestro país, lo que reduce la oferta de fondos que podrían destinarse a inversiones productivas dentro del país.

6. Un entorno de inflación alta afecta a la estabilidad del sistema financiero. Durante periodos inflacionarios, el riesgo de crédito a empresas y hogares aumenta y su evaluación es más incierta, lo que tiende a generar mayores incumplimientos de crédito. En este contexto, pueden presentarse dificultades financieras en algunos intermediarios lo que, dependiendo de su tamaño y de su importancia sistémica, podría tener repercusiones sobre la estabilidad del sistema financiero.

Ante los costos asociados con episodios inflacionarios, es posible concluir que procurar la estabilidad del poder adquisitivo de la moneda nacional es un objetivo que contribuye a un entorno propicio para la realización de actividades productivas, así como a la creación de empleos, al crecimiento de los salarios reales y, en consecuencia, a un mayor bienestar de la población. Un entorno de inflación baja y estable favorece incrementos en la productividad, un crecimiento económico más elevado y sostenido, así como una mejor distribución del ingreso.

En este contexto, la mejor contribución que puede tener un banco central para promover el desarrollo económico y, en última instancia, el bienestar de la población, consiste, precisamente, en mantener una inflación baja y estable. Además, en la medida que un banco central conduzca la política monetaria con ese fin y evite desviaciones persistentes de la inflación con respecto a su meta, contribuye a propiciar una mayor estabilidad macroeconómica. Esto se debe a que al mantener de manera sostenida inflaciones bajas y estables, así como sus expectativas, se tienden a moderar las fluctuaciones de la actividad económica y del empleo, de tal modo que la producción de bienes y servicios se ubica y se mantiene más cerca de su nivel potencial.

La evidencia internacional indica que la política monetaria tiene influencia sobre la inflación, mientras que es ineficaz por sí misma para estimular o influir permanentemente en variables reales, como el crecimiento y el empleo.[3] De no ser así, no habría economías con un bajo nivel de desarrollo, ya que estas habrían podido resolver dicho problema mediante expansiones monetarias. No obstante, aun cuando la estabilidad de precios es necesaria para el desarrollo de la economía, por sí sola no es suficiente. Para generar un crecimiento elevado y sostenido también se requiere de un entorno de finanzas públicas sanas y sostenibles, así como de un arreglo institucional que conduzca a una estructura de incentivos que promueva mejoras en la productividad, la acumulación de capital físico y humano y, en general, una mayor competitividad de la economía en su conjunto.

2. Consideraciones generales sobre la conducción de la política monetaria

El Banco de México conduce la política monetaria a través de un esquema de objetivos de inflación que se caracteriza por el reconocimiento de la estabilidad de precios como su objetivo fundamental, el anuncio de una meta explícita de inflación, un elevado nivel de transparencia, una estrategia de comunicación clara con el público y mecanismos de rendición de cuentas.

En el proceso antes descrito, la conducción de la política monetaria debe operar de manera continua para alcanzar y mantener una inflación baja y estable, y evitar desviaciones persistentes de la inflación respecto de su meta. Cuando los agentes económicos confían en que la inflación se mantendrá alrededor de la meta del banco central, su mejor respuesta para la toma de decisiones sobre precios, ahorro, inversión y consumo, es considerar dicha meta como la mejor referencia para la inflación esperada, lo que genera claros e importantes beneficios para el funcionamiento de la economía.

[3] Ver el Recuadro 5 “Política Monetaria y Actividad Económica” del Informe Trimestral Julio-Septiembre 2018.

En efecto, cuando la política monetaria se enfoca en mantener un ambiente de inflación baja y estable, y el banco central comunica de manera clara la evolución de los determinantes de la inflación y sus implicaciones para la política monetaria, así como sus decisiones y planes, se contribuye a fortalecer la credibilidad y confianza en su compromiso de mantener la estabilidad de precios. Cuando un banco central goza de credibilidad y los agentes económicos tienen confianza en que este ajustará su postura monetaria ante los choques que pudieran desviar de manera sostenida la inflación de su objetivo, sus expectativas de inflación suelen estar mejor ancladas en torno a dicho objetivo. Lo anterior induce una mayor congruencia entre las expectativas de inflación de los agentes económicos en el proceso de formación de precios y la meta de inflación, lo que genera ganancias en eficiencia, al evitar costos adicionales para alcanzar dicha meta.

Desde 2008, las acciones de política monetaria del Banco de México se instrumentan mediante la definición de un objetivo para la Tasa de Interés Interbancaria a un día. En general, dichas acciones influyen sobre toda la curva de rendimientos y, con ello, inciden en la demanda y oferta agregadas. Esto a su vez afecta a la inflación a través de diversos canales que operan simultáneamente y que, en su conjunto, constituyen el mecanismo de transmisión de la política monetaria. Entre los principales canales figuran: i) el canal de tasas de interés; ii) el canal de crédito; iii) el canal de precios de los activos; iv) el canal del tipo de cambio; v) el canal de toma de riesgos; y vi) el canal de expectativas de inflación.[4] La mayoría de estos operan principalmente mediante sus efectos sobre la demanda agregada, si bien algunos, como es el caso del canal del tipo de cambio y el de las expectativas de inflación, también influyen en la oferta agregada mediante su efecto en la determinación de precios por parte de los agentes económicos.

Las acciones de política monetaria, a través de los canales referidos, inciden con cierto rezago sobre la economía y, a su vez, sobre la inflación. Por ello, el Banco de México toma sus decisiones a partir de una evaluación cuidadosa y detallada de la coyuntura económica y de las condiciones monetarias y financieras prevalecientes, así como de sus perspectivas en el horizonte en el que opera la política monetaria. En este proceso, los pronósticos de inflación del Banco Central tienen un papel de gran importancia. Desde 2018, en los Informes Trimestrales se publican los pronósticos puntuales de las variaciones anuales promedio trimestrales de la inflación para los siguientes ocho trimestres.[5] Esto permite evaluar la trayectoria observada de la inflación con respecto a las previsiones del Banco Central. Además, los choques que afectan a la inflación y las posibles desviaciones respecto a su meta son analizadas y tienen gran relevancia en el proceso de toma de decisiones de política monetaria.

[4] Ver el Programa Monetario para 2013 para una descripción detallada de los canales del mecanismo de transmisión de la política monetaria.

[5] Ante la incertidumbre generada por la pandemia de COVID-19, en sus Informes Trimestrales Enero-Marzo 2020 y Abril-Junio 2020 se construyeron sendas para la inflación de acuerdo con tres escenarios posibles para la actividad económica. Se reportó la trayectoria que presentaría la inflación de ubicarse en el centro del rango generado por los escenarios. En el Informe Trimestral Julio-Septiembre 2020 se volvió a presentar la senda prevista para la inflación con base en un escenario central.

En el Informe Trimestral Abril-Junio 2018 se describieron las principales características de un régimen de objetivos de inflación con base en pronósticos.[6] En dicho régimen, los bancos centrales determinan la postura de política monetaria de tal manera que los pronósticos de inflación que resultan de esta sean congruentes con el cumplimiento de su mandato, considerando el horizonte en que opera la política monetaria. Así, cuando la trayectoria pronosticada para la inflación se desvía de la meta de inflación, las autoridades monetarias evalúan la naturaleza, magnitud y persistencia previstas de los choques inflacionarios y, en caso de ser necesario, ajustan la postura de política monetaria. En este sentido, dichos pronósticos constituyen una referencia explícita de las previsiones sobre los determinantes de la inflación y de los efectos esperados del manejo de la política monetaria, que facilitan su evaluación por parte del público. Por ello, la publicación de pronósticos de inflación es un elemento fundamental en la estrategia de comunicación de los bancos centrales.

Los pronósticos de inflación de la autoridad monetaria pueden interpretarse como un “objetivo intermedio”; es decir, como un objetivo que no es un fin en sí mismo, pero que orienta la conducción de la política monetaria para que la trayectoria de inflación pronosticada sea congruente con la meta de inflación. En particular, el pronóstico de inflación del banco central tiene características propias de un objetivo intermedio: i) está altamente correlacionado con la inflación futura y el cumplimiento de la meta; ii) se tiene un mayor control sobre este que sobre la inflación que habrá de observarse en el futuro ya que la inflación está sujeta a posibles choques adicionales; y iii) su publicación lo hace ampliamente visible al público y facilita la evaluación de la conducción de la política monetaria.

Tomando en cuenta las consideraciones anteriores, la manera en que se utilizan los pronósticos de inflación en el proceso de decisión de la política monetaria bajo un esquema de este tipo puede ser descrita conceptualmente mediante las siguientes etapas:

1. Considerando toda la información adicional disponible, se elabora un nuevo pronóstico de inflación. Si el nuevo pronóstico de inflación es similar al anterior y se ubica alrededor de su meta, la postura de política monetaria resultante sería similar a la postura previamente considerada.

2. Si el nuevo pronóstico de inflación se desvía del criterio referido, el Instituto Central evalúa el horizonte específico en el que la inflación podría nuevamente ubicarse en su meta, considerando la naturaleza, magnitud y persistencia prevista para los choques que están afectando a la inflación y las condiciones cíclicas de la economía. En particular, evalúa la postura de política monetaria que se necesitaría para que el nuevo pronóstico alcance la meta de inflación bajo las nuevas condiciones, considerando un ajuste ordenado en la economía.

3. Finalmente, se publica el nuevo pronóstico de inflación y, en su caso, se explican las razones de las modificaciones en los pronósticos. Al mismo tiempo, se comenta sobre la fecha en que se estima que la inflación se

[6] Ver el Recuadro 5 “Régimen de Objetivos de Inflación con Base en Pronósticos” del Informe Trimestral Abril-Junio 2018.

ubicaría en su meta y cómo la postura adoptada de política monetaria contribuiría a este propósito.

Es importante señalar que la literatura destaca que en un régimen de objetivos de inflación con base en pronósticos, los participantes en los mercados y el público en general disponen de más elementos para dar seguimiento y evaluar la conducción de la política monetaria. Ello puede contribuir a una mayor credibilidad en las estrategias y acciones de los bancos centrales y en el cumplimiento de sus metas lo que, a su vez, conduce a un mejor anclaje de las expectativas de inflación. Con ello, se fortalece el mecanismo de transmisión de la política monetaria.

El régimen referido implica el uso de modelos, tanto para pronosticar la inflación como para analizar los efectos de la política monetaria sobre la economía en su conjunto. Si bien dichos modelos son útiles para la conducción de la política monetaria, al ser una representación simplificada de la economía, no consideran aspectos que, bajo ciertas circunstancias, pueden ser relevantes para las decisiones de política monetaria. Ello sucede en mayor medida en las economías emergentes, las cuales usualmente enfrentan mayores fuentes de incertidumbre y volatilidad que las economías avanzadas. En este sentido, las decisiones de política monetaria deben considerar un amplio rango de elementos que no siempre están totalmente capturados en los modelos que se utilizan para pronosticar la actividad económica y la inflación.

Por último, es importante enfatizar que la transparencia en cuanto al proceder de un banco central es esencial para generar confianza y credibilidad respecto de sus acciones y para poder cumplir con su mandato de estabilidad de precios. En este sentido, la Junta de Gobierno del Banco de México ha implementado diversas modificaciones a su estrategia de comunicación con la finalidad de seguir avanzando en la adopción de mejores prácticas. Al respecto, en los últimos años se han adoptado medidas adicionales de transparencia y mejoras en la estrategia de comunicación.[7] Al respecto, en febrero de 2020 se actualizaron y se hicieron públicos por primera vez los Criterios Generales de Comunicación de la Junta de Gobierno y servidores públicos del Banco de México.[8] Esta actualización incorpora las mejores prácticas y criterios adoptados por diversos bancos centrales y organismos internacionales en materia de comunicación. Al mismo tiempo, se implementaron medidas para hacer más claros y concisos tanto los Comunicados de Prensa sobre el Anuncio de la Decisión de Política Monetaria como las Minutas correspondientes.

3. Conducción de la política monetaria en 2020 y consideraciones para 2021

Durante 2020, el Banco de México condujo la política monetaria en un entorno de choques significativos y de marcada incertidumbre. Ello debido, principalmente, a las afectaciones generadas por la pandemia de COVID-19 y las medidas adoptadas para contener su propagación. En particular, la economía mexicana

[7] Ver el Programa Monetario para 2019 para una descripción de los cambios más recientes en la estrategia de comunicación del Banco de México.

[8] Ver el Comunicado de Prensa del 10 de febrero de 2020.

enfrentó la combinación de distintos choques simultáneos y de magnitud considerable:

1. Choque financiero: Ante un incremento súbito en la aversión al riesgo en los mercados financieros internacionales, la economía mexicana enfrentó un choque financiero que en un lapso muy corto, entre marzo y abril, condujo a aumentos importantes en las primas de riesgo y en las tasas de interés, así como a una depreciación significativa del peso mexicano y salidas de capital.

2. Choque de oferta: Las medidas para contener la propagación del virus, tales como los paros en la producción manufacturera y en diversos servicios, entre otras, dieron lugar a una contracción de la oferta. Ello también tuvo repercusiones sobre el funcionamiento de las cadenas globales de valor y la provisión de insumos para la producción nacional.

3. Choque de demanda: La propagación de la pandemia a nivel global condujo a que la economía nacional enfrentara una menor demanda externa. Además, las medidas de distanciamiento social adoptadas en el país y los menores ingresos de hogares y empresas contribuyeron a una contracción de la demanda interna.

Profundizando en el entorno internacional que se enfrentó a lo largo de 2020, los choques derivados de la pandemia de COVID-19 afectaron a todos los países de manera generalizada y, en consecuencia, tuvieron repercusiones sobre la actividad económica, la inflación y las condiciones financieras globales. Desde finales de febrero de 2020 el entorno económico y financiero internacional se volvió significativamente más adverso. A medida que la pandemia se iba extendiendo a un mayor número de países y se tomaban medidas para contener la propagación del virus, se observaron afectaciones muy importantes sobre la actividad económica mundial. Así, durante el segundo trimestre de 2020 se registró una fuerte contracción económica global, que condujo a una revisión significativa de las expectativas económicas y a una disminución en los precios de las materias primas, principalmente del petróleo. A su vez, los menores precios de la energía y el debilitamiento económico resultado de la pandemia condujeron a que la inflación general disminuyera en la mayoría de las economías y se ubicara en niveles inferiores a las metas de sus bancos centrales. Asimismo, los efectos de la pandemia propiciaron un deterioro importante en las condiciones financieras globales, principalmente en marzo y abril, provocando una recomposición en los portafolios de los inversionistas hacia activos de menor riesgo.

En este contexto, los bancos centrales de economías avanzadas y emergentes relajaron sus posturas de política monetaria e implementaron medidas extraordinarias para restablecer el funcionamiento ordenado de los mercados financieros.[9] En paralelo, los gobiernos de diversos países adoptaron medidas fiscales para atenuar los efectos adversos sobre el empleo y los ingresos de

[9] Ver Recuadro 1 “Medidas de Distintas Economías para Enfrentar la Pandemia de COVID-19” del Informe Trimestral Enero-Marzo 2020, Recuadro 2 “Uso del Balance y Programas de Provisión de Liquidez en Bancos Centrales de Economías Emergentes” del Informe Trimestral Julio-Septiembre 2020 y Recuadro 1 “Medidas Financieras y Regulatorias Implementadas para Preservar la Estabilidad Financiera en Varias Jurisdicciones” del Reporte de Estabilidad Financiera Primer Semestre de 2020.

hogares y empresas.[10] Durante el tercer trimestre de 2020 comenzó a observarse una recuperación económica, principalmente ante la reapertura de diversas actividades productivas y las medidas de estímulo referidas. Este proceso de recuperación ha sido parcial y heterogéneo entre países y sectores. Además, la economía global todavía no ha alcanzado los niveles de actividad previos a la pandemia. En cuanto a los mercados financieros internacionales, después del episodio de elevada aversión al riesgo de marzo y abril, estos mejoraron, aunque siguieron sujetos a periodos de volatilidad, si bien más acotada. La evolución positiva de los mercados financieros obedeció, inicialmente, a las medidas monetarias y fiscales adoptadas en las economías avanzadas sistémicamente importantes. Posteriormente, también contribuyeron la gradual recuperación económica y los avances en el desarrollo de vacunas para combatir al COVID-19, entre otros factores. La economía mundial y los mercados financieros internacionales siguen sujetos a diversos riesgos, destacando la evolución de la pandemia, la producción y distribución de vacunas, y la suficiencia de estímulos fiscales, entre otros.

En el ámbito interno, los choques derivados de la pandemia de COVID-19 tuvieron repercusiones importantes sobre la economía mexicana y los mercados financieros nacionales. Sobre estos últimos, en marzo y abril el país enfrentó un aumento súbito en la aversión al riesgo global, una disminución en los precios del petróleo y reducciones en la calificación de la deuda soberana y de Pemex, lo que propició aumentos importantes en las primas de riesgo y en las tasas de interés, así como una depreciación cambiaria significativa y salidas de capitales. Sin embargo, en los meses subsecuentes los precios de los activos financieros nacionales empezaron a recuperarse en línea con el comportamiento positivo de los mercados financieros internacionales y con los efectos de las medidas que adoptaron las autoridades financieras para preservar un funcionamiento ordenado de los mercados.[11]En particular, las decisiones de política monetaria de marzo y abril estuvieron acompañadas por el anuncio de medidas para preservar un comportamiento ordenado de los mercados, fortalecer los canales de otorgamiento de crédito y proveer liquidez para promover el sano desarrollo del sistema financiero.[12] Dichas medidas se ampliaron, ajustaron y extendieron entre julio y diciembre de 2020.[13] En ese contexto, las tasas de interés de los valores gubernamentales registraron disminuciones y la cotización de la moneda nacional mostró una apreciación. Cabe

[10] Ver Recuadro 3 “Respuesta Fiscal ante la Pandemia de COVID-19” del informe Trimestral Julio-Septiembre 2020.

[11] Para una descripción detallada de estas medidas ver el Recuadro 7 “Políticas Económicas Consideradas en México para Enfrentar el Panorama Adverso Generado por la Pandemia de COVID-19” del Informe Trimestral Enero -Marzo 2020.

[12] La lista de las medidas anunciadas en las decisiones de marzo y abril puede consultarse en los Comunicados de Prensa publicados el 20 de marzo y el 21 de abril de 2020. Cabe señalar que la reunión de marzo se adelantó seis días, del 26 al 20 de dicho mes, mientras que la de abril fue una reunión extraordinaria.

[13] El 15 de julio se ajustaron los términos de los reportos a plazo con títulos corporativos; el 29 de julio se realizó la primera extensión de la vigencia de la línea "swap" con la Reserva Federal de Estados Unidos; el 30 de julio se realizaron ajustes para reforzar las facilidades para proveer recursos a las instituciones bancarias para el financiamiento a las micro, pequeñas y medianas empresas, así como a personas físicas; el 15 de septiembre se extendió la vigencia de las medidas anunciadas del 21 de abril; el 17 de diciembre se realizó la segunda extensión de la vigencia de la línea "swap" con la Reserva Federal de Estados Unidos. La actualización en el uso de estas facilidades se puede consultar en la siguiente liga: https://www.banxico.org.mx/portales-de-usuarios/sano-desarrollo-mercados-fi.html

señalar que después del choque financiero de marzo y abril, la curva de rendimientos en México mostró un ajuste a la baja ordenado y significativo, que se compara favorablemente con el registrado en otras economías emergentes.[14] El desplazamiento a la baja de la curva de rendimientos está asociado tanto a un entorno más positivo en los mercados financieros internacionales, como al marco macroeconómico que ha mantenido nuestro país, con una política monetaria enfocada en procurar la estabilidad de precios. No obstante, los mercados financieros registraron algunos episodios de volatilidad, por ejemplo en la segunda mitad de septiembre y durante octubre, asociados principalmente con la incertidumbre sobre el proceso electoral en Estados Unidos y con un aumento en el número de casos de COVID-19 en diversos países, entre otros factores.

En cuanto a la actividad económica nacional, si bien a inicios de 2020 se mantenía el estancamiento que se había observado en los trimestres previos, a partir de marzo la producción resintió la debilidad económica global y las medidas adoptadas para contener la propagación interna de la pandemia. La emergencia sanitaria tuvo repercusiones significativas sobre la actividad económica en México y ocasionó una fuerte disminución del producto y profundas contracciones del empleo en el segundo trimestre de 2020. Posteriormente, durante la segunda mitad del año se observó una recuperación económica como resultado de la reanudación de las actividades productivas en diversos sectores y de la reactivación de la demanda externa. No obstante, la actividad económica permanece por debajo de los niveles previos a la pandemia. Si bien se prevé una recuperación moderada, persiste un entorno de marcada incertidumbre y la pandemia aún implica riesgos a la baja. Respecto del mercado laboral, de manera congruente con la gradual reactivación de las actividades productivas y la mayor movilidad de las personas, diversos indicadores registraron una mejoría a partir del tercer trimestre del año. No obstante, el nivel de ocupación también permanece por debajo del registrado antes de la pandemia.

Con respecto a la evolución de la inflación durante 2020, esta se vio afectada por los efectos de la pandemia de COVID-19, tanto sobre la demanda y los patrones de consumo, como por los choques al tipo de cambio y de oferta. Así, inicialmente la inflación general disminuyó y en abril de 2020 registró su segundo nivel históricamente más bajo, al situarse en 2.15%. Ello obedeció, principalmente, a una caída en los precios de los energéticos, ante reducciones significativas en sus referencias internacionales. Lo anterior condujo a que la inflación no subyacente se ubicara en terreno negativo por primera vez desde que se tiene registro. No obstante, la inflación general comenzó a incrementarse a partir de mayo, como resultado de los aumentos en las referencias internacionales de los precios de los energéticos y de un repunte en la inflación subyacente. En relación con esta última, los efectos de la pandemia dieron lugar a un ajuste en los precios relativos, toda vez que se presentaron presiones al alza sobre la inflación de las mercancías, especialmente las alimenticias, y a la baja sobre la de los servicios. Así, la inflación general aumentó hasta alcanzar un nivel de 4.09% en octubre de 2020. Posteriormente, en los dos últimos meses del año la inflación general disminuyó para situarse en 3.15% al cierre de 2020. A lo anterior contribuyeron las reducciones tanto del componente subyacente como del no subyacente. El primero principalmente asociado a una menor variación anual de los precios de los

[14] Ver el Recuadro 7 “Evolución de la Curva de Rendimientos de Economías Emergentes” del Informe Trimestral julio-Septiembre 2020.

servicios, mientras que la reducción de la inflación no subyacente obedeció, primordialmente, a las caídas en las variaciones anuales de los precios de frutas y verduras y de las gasolinas.

Respecto de las decisiones de política monetaria, durante 2020 el Banco de México redujo en 300 puntos base el objetivo para la Tasa de Interés Interbancaria a un día, alcanzando a partir de septiembre un nivel de 4.25%. En su reunión de febrero, la reducción en la tasa de referencia fue de 25 puntos base. Posteriormente, en cada una de las reuniones de marzo, abril, mayo, junio y agosto la reducción fue de 50 puntos base, mientras que en la de septiembre esta fue de 25 puntos base. Finalmente, en las reuniones de noviembre y diciembre la tasa de referencia se mantuvo sin cambio.

En febrero de 2020, la reducción de 25 puntos base en la tasa de referencia se hizo con base en los niveles alcanzados por la inflación general, la mayor amplitud de las condiciones de holgura de la economía y el comportamiento de las curvas de rendimiento externas e internas. Posteriormente, en las reducciones subsecuentes, se tomaron en cuenta las afectaciones previstas para la inflación, la actividad económica y los mercados financieros derivadas de la pandemia de COVID-19. Asimismo, como se mencionó previamente, las decisiones de política monetaria de marzo y abril estuvieron acompañadas del anuncio de medidas adicionales para preservar un comportamiento ordenado de los mercados financieros, fortalecer los canales de otorgamiento de crédito y proveer liquidez para promover el sano desarrollo del sistema financiero. Estas acciones comprendieron operaciones facultadas por la Ley del Banco de México. En su conjunto, las medidas en moneda nacional previeron un apoyo al funcionamiento del sistema financiero hasta por 800 mil millones de pesos, cifra equivalente a 3.3% del PIB de 2019.

En las decisiones subsecuentes, la Junta de Gobierno del Banco de México consideró que los retos derivados de la pandemia para la política monetaria incluían tanto una importante afectación a la actividad económica como un choque financiero y sus efectos en la inflación. En este contexto, en las reducciones de la tasa de referencia de 50 puntos base que se llevaron a cabo en mayo, junio y agosto se consideró el espacio que, en balance, los escenarios previstos otorgaban a la política monetaria. En el comunicado de septiembre se señaló que dicho espacio era limitado y se redujo la tasa de referencia en 25 puntos base. Con relación a las decisiones de noviembre y diciembre, la Junta de Gobierno decidió mantener la tasa de referencia en 4.25%, destacando que dicha pausa brindaba el espacio necesario para confirmar una trayectoria convergente de la inflación a la meta. Apuntó que hacia delante la conducción de la política monetaria dependería 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.

En un contexto de afectaciones económicas y financieras considerables, el Banco de México adoptó una estrategia de política monetaria que buscaba ser oportuna y prudente, utilizando toda la información disponible, en la que la postura monetaria condujera a una convergencia ordenada y sostenida de la inflación hacia su meta en el horizonte de pronóstico y propiciara un ajuste ordenado en los mercados financieros nacionales y en la actividad económica. Adicionalmente, ante una coyuntura compleja aprobó diversas medidas acordes con sus finalidades de

promover el sano desarrollo del sistema financiero y el buen funcionamiento del sistema de pagos, así como para fortalecer el canal de otorgamiento de crédito en la economía.[15]

En 2021 la economía mexicana seguirá enfrentando un entorno incierto. Ello, principalmente asociado a la evolución de la pandemia, tanto a nivel global como nacional, a la duración de las nuevas restricciones a la operación en diferentes sectores, a la evolución que presente la demanda por diferentes bienes y servicios y a la aplicación de las vacunas. Si bien se anticipa que la economía seguirá recuperándose de forma gradual, existen retos importantes para la reactivación de la demanda agregada, particularmente por la debilidad del componente interno y del mercado laboral. En este sentido, se prevé que las condiciones de holgura sigan mostrando una amplitud considerable a lo largo del horizonte de pronóstico, si bien se anticipa que vayan disminuyendo gradualmente.[16]

La evolución de la inflación ha estado sujeta a choques considerables y con efectos en diferentes sentidos, lo cual impone retos y disyuntivas a la conducción de la política monetaria. Para guiar sus acciones de política monetaria, la Junta de Gobierno dará seguimiento cercano a la evolución de la inflación con respecto a lo previsto, considerando la postura monetaria adoptada y el horizonte en el que esta opera. En este proceso, utilizará la información disponible de los determinantes de la inflación, así como sus expectativas de mediano y largo plazos, incluyendo el balance de riesgos para estos. La Junta de Gobierno continuará dando seguimiento cercano a todos los factores y elementos de incertidumbre que inciden en el comportamiento de la inflación y sus perspectivas, y tomará las acciones que se requieran con base en la información adicional, de tal manera que la tasa de referencia sea congruente con la convergencia ordenada y sostenida de la inflación general a la meta del Banco de México en el plazo en el que opera la política monetaria.

La política económica, incluyendo los ámbitos monetario y fiscal, sigue enfrentando en el corto plazo el reto de tomar acciones que contribuyan a alcanzar una recuperación generalizada y sostenida de la economía y del mercado laboral. Lo anterior sin poner en riesgo la fortaleza de los fundamentos macroeconómicos y salvaguardando el ámbito institucional. Esta reactivación requiere fomentar las condiciones que permitan atraer una mayor inversión y reducir la incertidumbre económica interna. Para el mediano plazo, se enfrenta el reto de que la pandemia pudiera tener efectos persistentes en algunos sectores y regiones. Por ello, es necesario permitir los ajustes necesarios en la economía para impulsar la reactivación de la actividad productiva y del empleo, mediante la flexibilidad en la asignación de recursos y procurando un funcionamiento microeconómico eficiente. Además, se debe seguir trabajando en corregir los problemas institucionales y estructurales que han propiciado bajos niveles de inversión y productividad. De igual forma, se debe continuar con el esfuerzo de fortalecer el estado de derecho, abatir la corrupción y combatir la inseguridad. Todo ello redundará en un mayor dinamismo económico, 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.

---

[15] Ver los Comunicados de Prensa del 20 de marzo y 21 de abril de 2020 para un mayor detalle sobre estas medidas.

[16] Ver el Informe Trimestral Julio-Septiembre 2020 sección 5.2 respecto de las previsiones de inflación y los riesgos alrededor de ellas.

BANCO DE MÉXICO

Enero 2021

www.banxico.org.mx