



BANCO DE MÉXICO

Informe Trimestral
Octubre – Diciembre 2020



JUNTA DE GOBIERNO

Gobernador

ALEJANDRO DÍAZ DE LEÓN CARRILLO

Subgobernadores

GALIA BORJA GÓMEZ

IRENE ESPINOSA CANTELLANO

GERARDO ESQUIVEL HERNÁNDEZ

JONATHAN ERNEST HEATH CONSTABLE

En la versión electrónica de este documento se puede obtener la información que permite generar todas las gráficas y tablas que contiene este informe dando click sobre ellas, con excepción de aquella que no es producida ni elaborada por el Banco de México.

Documento publicado el 3 de marzo de 2021.

El texto completo, el resumen ejecutivo, la presentación ejecutiva y los cuadros correspondientes al presente Informe Trimestral se encuentran disponibles en formato PDF en:

<https://www.banxico.org.mx/publicaciones-y-prensa/informes-trimestrales/informes-trimestrales-precios.html>



El Banco de México difunde todos sus informes y publicaciones periódicas disponibles para su consulta en: <https://www.banxico.org.mx>

INFORME TRIMESTRAL

En este Informe se analiza la inflación, la actividad económica, el comportamiento de otros indicadores económicos del país, así como la ejecución de la política monetaria del trimestre octubre - diciembre de 2020 y diversas actividades del Banco durante dicho periodo, en el contexto de la situación económica nacional e internacional, para dar cumplimiento a lo dispuesto en el artículo 51, fracción II, de la Ley del Banco de México.

ADVERTENCIA

A menos que se especifique lo contrario, este documento está elaborado con información disponible al 1 de marzo de 2021. Las cifras son de carácter preliminar y están sujetas a revisiones. Los acrónimos y palabras en algún idioma distinto del español han sido escritos en letra cursiva.

CONTENIDO

1.	Introducción.....	1
2.	Entorno Económico y Financiero Prevaliente en el Cuarto Trimestre de 2020	4
2.1.	Condiciones Externas.....	4
2.1.1.	Actividad Económica Mundial	5
2.1.2.	Precios de las Materias Primas.....	9
2.1.3.	Tendencias de la Inflación en el Exterior.....	10
2.1.4.	Política Monetaria y Mercados Financieros Internacionales	12
2.2.	Evolución de la Economía Mexicana.....	16
2.2.1.	Actividad Económica	16
2.2.2.	Mercado Laboral	38
2.2.3.	Condiciones de Financiamiento de la Economía	49
2.2.4.	Condiciones de Holgura en la Economía	65
2.2.5.	Estabilidad del Sistema Financiero	67
2.2.5.1.	Financiamiento Agregado	67
2.2.5.2.	Solvencia de la Banca Múltiple.....	67
2.2.5.3.	Riesgo de Crédito de la Banca Múltiple	67
2.2.5.4.	Riesgo de Mercado de la Banca Múltiple y Otros Intermediarios.....	69
2.2.5.5.	Riesgos Asociados a Intermediarios Crediticios no Bancarios, Empresas Privadas no Financieras Listadas en Bolsas de Valores y otras Emisoras	70
3.	Evolución Reciente de la Inflación	72
3.1.	La Inflación en el Cuarto Trimestre de 2020.....	72
3.1.1.	La Inflación Subyacente.....	76
3.1.2.	La Inflación No Subyacente	82
3.2.	Índice Nacional de Precios Productor	84
4.	Política Monetaria y Determinantes de la Inflación.....	85
5.	Previsiones y Balance de Riesgos	101
5.1.	Previsiones para la Actividad Económica.....	101
5.2.	Previsiones para la Inflación	103
Anexo 1.	Publicaciones del Banco de México en el Trimestre Octubre – Diciembre 2020	108

RECUADROS

Recuadro 1. Flujos de Divisas a México y Medidas de Acompañamiento a Migrantes y sus Familias	21
Recuadro 2. Impacto de la Pandemia de COVID-19 en la Actividad Económica Sectorial en México y Estados Unidos	33
Recuadro 3. La Tasa de Participación Laboral ante el Choque de COVID-19	43
Recuadro 4. La Reforma del Sistema de Pensiones de México: Posibles Efectos sobre las Jubilaciones, la Dinámica del Ahorro Obligatorio y las Finanzas Públicas	53
Recuadro 5. Margen Intensivo y Extensivo en los Efectos de “El Buen Fin” de 2020 sobre la Inflación de Mercancías No Alimenticias.....	79
Recuadro 6. Evolución de la Volatilidad del Tipo de Cambio	91
Recuadro 7. Efectos de las Condiciones Financieras sobre las Perspectivas Económicas de México.....	97

1. Introducción

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 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.

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.

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 disrupciones 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 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.

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, particularmente notorio en abril, asociado, en mayor medida, a los efectos aritméticos de la reducción en los precios de los energéticos del año previo. El incremento se revertiría en el tercer trimestre, pero hacia el cuarto volvería a apreciarse un nuevo aumento, si bien menos notorio. Esta evolución al cierre de 2021 estaría influida 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 asume no se repetiría en la misma magnitud en 2021, y por la dinámica 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 al alza en sus niveles de precios. Posteriormente, la inflación general disminuiría en 2022. Respecto del Informe anterior, el pronóstico actual incorpora precios de los energéticos más elevados, si bien ello es compensado parcialmente por incrementos menores a los anticipados en los precios de los productos agropecuarios, y dichos efectos se desvanecen en 2022. Así, se continúa esperando que en el horizonte de pronóstico de 12 a 24 meses, la inflación general anual se ubique alrededor de 3%. A su vez, las previsiones para la inflación subyacente incorporan, por un lado, que si bien recientemente se han observado presiones sobre el tipo de cambio, aún se ubicaría en niveles más apreciados de lo considerado en el Informe anterior y, por otro, cierta reducción en la amplitud de la holgura, que aún es significativa. Además, incorpora los efectos de los recientes incrementos salariales y la debilidad del mercado laboral, así como los efectos indirectos asociados a los aumentos de los

precios de los energéticos. Algunos de los cambios en estos factores se contrarrestan entre sí, con lo cual la inflación subyacente prevista en el Informe actual se mantiene en niveles similares a los del Informe anterior. De este modo, se anticipa que la inflación subyacente se ubique alrededor de 3% desde el tercer trimestre de 2021.

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 delante, 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.

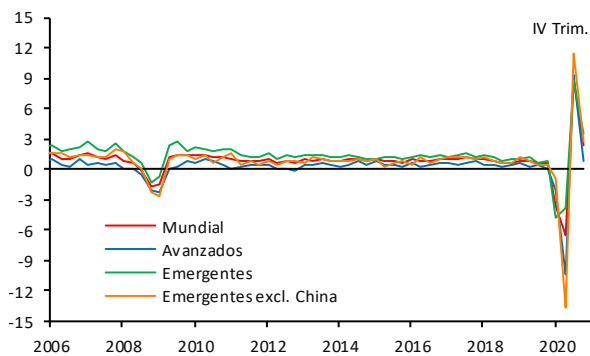
La Junta de Gobierno ha destacado que tomará las acciones necesarias con base en la información adicional, a fin de que la tasa de referencia sea congruente con la convergencia ordenada y sostenida de la inflación general a la meta de 3% en el plazo en el que opera la política monetaria. Es necesario 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.

2. Entorno Económico y Financiero Prevalciente en el Cuarto Trimestre de 2020

2.1. Condiciones Externas

La información disponible para el cuarto trimestre de 2020 sugiere que la actividad económica mundial continuó recuperándose, si bien a un ritmo más moderado que en el trimestre previo y con heterogeneidad entre países y sectores. Asimismo, ante un rebrote de casos de COVID-19 en varios países y la imposición de nuevas medidas de contención, la recuperación de la actividad económica en dichas economías se ha visto afectada. El sector de servicios ha resentido mayormente las medidas de confinamiento mientras que el comercio internacional y la producción industrial global siguieron expandiéndose (Gráficas 1, 2 y 3).

Gráfica 1
Crecimiento del PIB Mundial
Variación trimestral en por ciento, a. e.

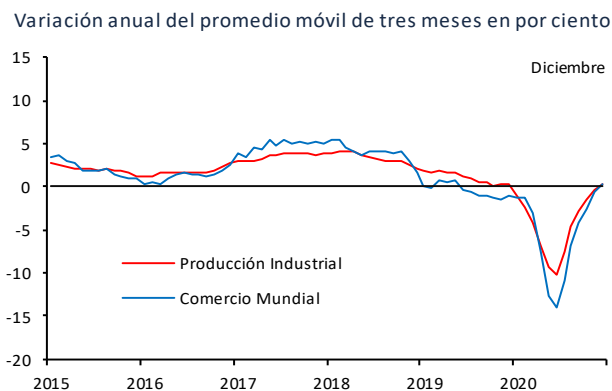


a. e. / Cifras con ajuste estacional.

Nota: La muestra de países utilizada para el cálculo representa el 85.6% del PIB mundial medido por paridad de poder de compra. Se utilizan pronósticos para algunos países de la muestra en el 4to. trimestre.

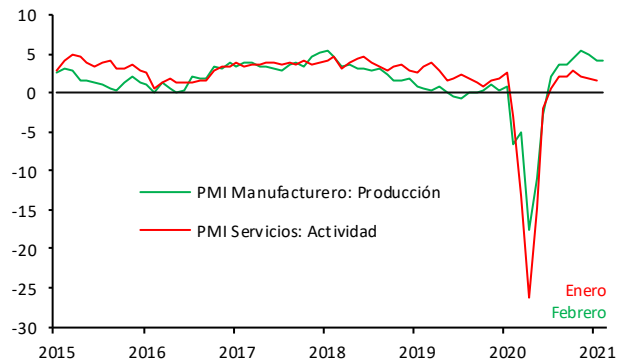
Fuente: Elaborado por Banco de México con información de Haver Analytics, J.P. Morgan y Fondo Monetario Internacional.

Gráfica 2
Indicadores de Actividad Global
Variación anual del promedio móvil de tres meses en por ciento



Fuente: CPB Netherlands.

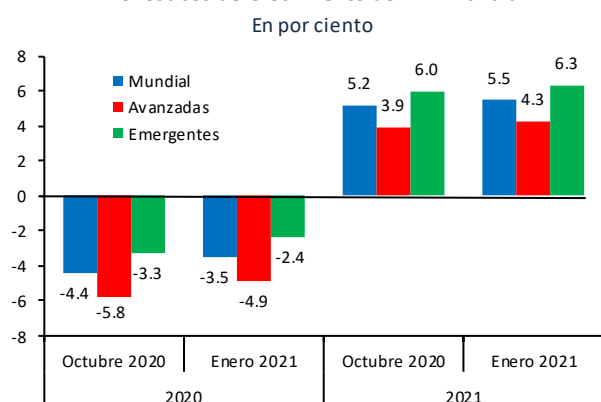
Gráfica 3
Global: Índices de Gerentes de Compras
Desviación de 50 puntos



Fuente: Markit.

Los pronósticos de organismos multilaterales siguen anticipando que, después de una fuerte contracción en 2020, la economía global registrará un repunte en 2021. Dichas estimaciones se revisaron recientemente al alza como resultado de un crecimiento mayor al anticipado durante la segunda mitad del año pasado y de la expectativa de un fortalecimiento de la actividad económica, especialmente en la segunda mitad de 2021. Ello debido al avance esperado en el proceso de vacunación, a las medidas de estímulo anunciadas en algunas de las principales economías avanzadas y a la disipación del riesgo de una salida sin acuerdo del Reino Unido de la Unión Europea (Gráfica 4 y Cuadro 1). No obstante, el panorama para la economía global aún enfrenta una elevada incertidumbre asociada a la evolución de la pandemia, a los avances en los programas de vacunación alrededor del mundo, a los programas de estímulo en algunas economías, a las posibles alteraciones en las cadenas globales de suministro y, más hacia delante, a los efectos de la degradación ambiental y a las afectaciones al PIB potencial de algunas economías, entre otros factores.

Gráfica 4
Pronósticos de Crecimiento del PIB Mundial



Fuente: Fondo Monetario Internacional, World Economic Outlook Octubre 2020 y Enero 2021.

Cuadro 1
Pronósticos de Crecimiento del PIB para 2020, 2021 y 2022

Variación anual en por ciento

	Fondo Monetario Internacional (FMI)					
	WEO Update Enero 2021			Cambio respecto a Octubre 2020		
	2020	2021	2022	2020	2021	2022
Mundial	-3.5	5.5	4.2	0.9	0.3	0.0
Avanzadas	-4.9	4.3	3.1	0.9	0.4	0.2
Estados Unidos	-3.4	5.1	2.5	0.9	2.0	-0.4
Zona del euro	-7.2	4.2	3.6	1.1	-1.0	0.5
Japón	-5.1	3.1	2.4	0.2	0.8	0.7
Reino Unido	-10.0	4.5	5.0	-0.2	-1.4	1.8
Emergentes	-2.4	6.3	5.0	0.9	0.3	-0.1
Excl. China	-4.6	5.4	4.7	1.1	0.5	-0.1
México	-8.5	4.3	2.5	0.5	0.8	0.2
China	2.3	8.1	5.6	0.4	-0.1	-0.2
India	-8.0	11.5	6.8	2.3	2.7	-1.2
Brasil	-4.5	3.6	2.6	1.3	0.8	0.3

Fuente: FMI, World Economic Outlook Octubre 2020 y Enero 2021.

En las economías avanzadas, la inflación general permanece en niveles bajos e inferiores a los objetivos de sus respectivos bancos centrales. Después de un incremento transitorio, especialmente en los energéticos, la inflación se mantuvo en niveles bajos durante el periodo que se reporta. En las economías emergentes el comportamiento de la inflación ha sido más heterogéneo, en algunos casos esta ha aumentado, reflejando, entre otros factores, los efectos de la depreciación de sus divisas, choques de oferta y el incremento en los precios de los alimentos, mientras

que en otros ha disminuido ante la debilidad de la demanda agregada.

Las autoridades monetarias y fiscales de las economías sistémicamente importantes han mantenido o ampliado diversas medidas de estímulo para seguir haciendo frente a los efectos adversos de la crisis sanitaria en hogares y empresas. En este entorno, las condiciones de liquidez derivadas de una política monetaria altamente acomodaticia, la conclusión del proceso electoral en Estados Unidos, la expectativa de un mayor estímulo fiscal en ese país, y los avances en el desarrollo, producción y distribución de vacunas contra el COVID-19 han contribuido al buen desempeño de los mercados financieros internacionales durante la mayor parte del periodo que cubre este Informe, si bien se observaron episodios de volatilidad en las últimas semanas asociados a la expectativa de presiones inflacionarias como resultado de una recuperación más vigorosa por los efectos de un posible mayor estímulo fiscal.

2.1.1. Actividad Económica Mundial

En las economías avanzadas, la actividad económica y los mercados laborales siguieron recuperándose durante el cuarto trimestre de 2020, aunque a un ritmo más moderado que en el tercero y con mayores diferencias entre economías y sectores. Lo anterior ha estado asociado a las distintas respuestas de las autoridades y de los agentes económicos ante el aumento en los contagios de COVID-19, a la reimposición de nuevas medidas de confinamiento y a las características particulares de cada economía, como son el peso relativo de los sectores económicos más afectados y la estructura del mercado laboral, entre otras.

La producción industrial y el comercio internacional han continuado mejorando a nivel global, mientras que el sector de servicios se ha visto afectado nuevamente por las recientes medidas de contención del virus. Hacia delante, indicadores oportunos, como los índices de gerentes de compras, de confianza de los hogares y los indicadores de movilidad, sugieren que la desaceleración de la actividad económica en algunas economías pudiera persistir a principios de este año.

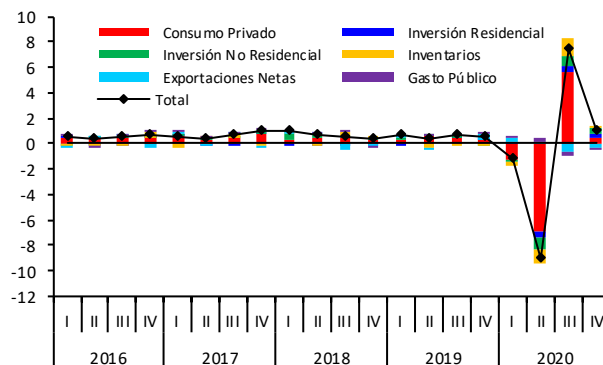
En Estados Unidos, la actividad económica siguió recuperándose en el cuarto trimestre de 2020, si bien a un ritmo más moderado que en el tercero, al pasar de una tasa trimestral ajustada por estacionalidad de 7.5% a una de 1.0% (Gráfica 5).¹ A pesar de la recuperación registrada, el nivel del PIB trimestral aún se ubica 2.4% por debajo del nivel previo a la pandemia. El crecimiento del cuarto trimestre reflejó el continuo repunte de la inversión, tanto en el rubro de negocios como en el residencial, la cual siguió siendo apoyada por las condiciones financieras acomodaticias y, en menor medida, la contribución positiva de la acumulación de inventarios. El consumo privado también siguió expandiéndose, si bien a un ritmo más moderado ante el surgimiento de nuevos casos de COVID-19 y la expiración de algunos apoyos por parte del gobierno. En contraste, las exportaciones netas y el gasto del gobierno tuvieron una contribución negativa en el crecimiento.

La producción industrial de Estados Unidos continuó recuperándose en el cuarto trimestre del 2020, al registrar un crecimiento trimestral de 2.4%, luego de expandirse 9.4% en el tercero.² Dicha recuperación fue impulsada por la continua expansión del sector manufacturero, que a su vez ha estado apoyado por la mayor demanda global de bienes. Por su parte, la actividad minera continuó expandiéndose, apoyada por la perforación y extracción de crudo, mientras que la generación de gas y electricidad tuvo un comportamiento volátil ante las cambiantes condiciones climáticas en el último trimestre de 2020. En enero, la producción industrial mostró una tendencia similar, al exhibir un crecimiento de 0.9% mensual como reflejo de la continua expansión de la producción minera y de la actividad manufacturera, esto último a pesar del cese de actividades en algunas plantas automotrices, mientras que la generación de gas y electricidad disminuyó reflejando el menor uso de calefacción por las condiciones climáticas inusualmente cálidas en enero (Gráfica 6). No obstante, ante las heladas registradas en varias regiones de ese país a mediados de febrero, se registraron interrupciones en la generación de gas y electricidad que podrían verse reflejadas en la producción durante ese mes. En este contexto,

indicadores más recientes, como el índice de gerentes de compras del sector manufacturero, sugieren que la recuperación de la actividad manufacturera continuaría a principios de 2021.

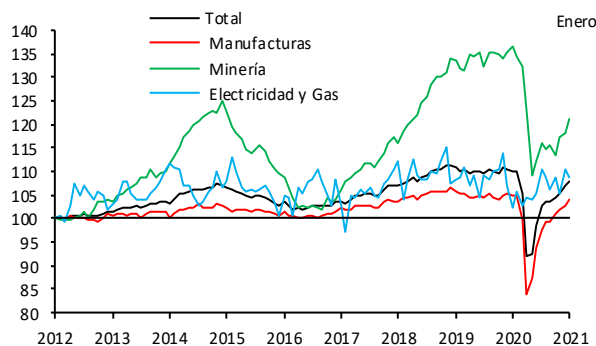
Gráfica 5
EUA: PIB Real y Componentes

Variación trimestral en por ciento y contribuciones en puntos porcentuales, a. e.



a. e. / Cifras con ajuste estacional.
Fuente: BEA .

Gráfica 6
EUA: Producción Industrial
Índice enero 2012=100, a. e.



a. e. / Cifras con ajuste estacional.
Fuente: Reserva Federal.

El mercado laboral en Estados Unidos siguió recuperándose durante el periodo que cubre este Informe, aunque a un ritmo más moderado. Así, la nómina no agrícola registró un alza de 49 mil plazas en enero, luego de registrar una caída de 227 mil plazas en diciembre (Gráfica 7). La moderación en la recuperación del empleo fue consecuencia de caídas en algunos sectores como el de transporte y almacenamiento, la construcción, las ventas al

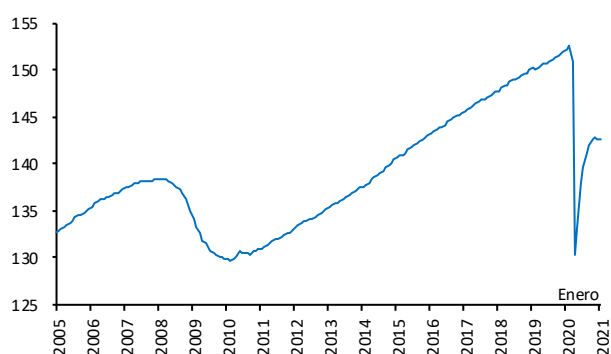
¹ Expresado como tasa trimestral anualizada y ajustada por estacionalidad, el crecimiento del PIB de Estados Unidos en el tercer trimestre del año fue de 33.4% y en el cuarto de 4.1%.

² Expresado como tasa trimestral anualizada y ajustada por estacionalidad, el crecimiento de la producción industrial de Estados Unidos en el tercer trimestre del año fue de 43.3 y 10.0% en el cuarto trimestre.

menudeo y la hospitalidad y el ocio. Por su parte, en otras actividades, tales como los servicios profesionales, financieros y comercio al menudeo, continuó observándose dinamismo en la creación de empleos. La tasa de desempleo disminuyó de 6.7% en diciembre a 6.3% en enero debido, en parte, a la menor tasa de participación laboral. Las solicitudes iniciales de seguro de desempleo aumentaron a finales de noviembre y alcanzaron 927 mil nuevas solicitudes en la semana que concluyó el 9 de enero, y el 20 de febrero se ubicaron en 730 mil solicitudes (Gráfica 8).

Gráfica 7
EUA: Nómina No Agrícola

Número de empleados en el sector no agrícola, en millones, a. e.

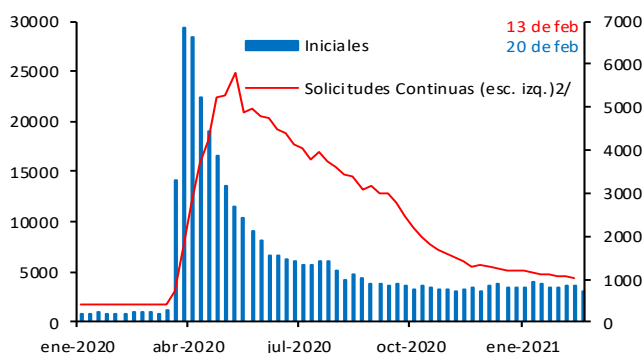


a. e. / Cifras con ajuste estacional.

Fuente: BLS .

Gráfica 8
EUA: Solicitudes de Seguro de Desempleo ^{1/}

En miles, a. e.



a.e./ Cifras con ajuste estacional

^{1/} Programas Estatales Regulares

^{2/} Personas que están solicitando beneficios de desempleo y que ya los habían solicitado previamente.

Fuente: DOL.

Respecto a los programas de estímulo económico en Estados Unidos para hacer frente a la pandemia, a finales de 2020 se aprobó un nuevo paquete de asistencia por un monto de 935 mil millones de dólares que incluye, entre otras medidas, la extensión hasta marzo de 2021 de un pago suplementario por beneficio de desempleo equivalente a 300 dólares semanales, así como pagos directos por 600 dólares. Adicionalmente, en enero de este año la administración entrante anunció una nueva propuesta de estímulo fiscal por 1.9 billones de dólares que incluye, entre otros elementos, un incremento tanto en los pagos suplementarios por el seguro de desempleo de 300 a 400 dólares, hasta el 29 de agosto, como en las transferencias directas por un monto de 1,400 dólares. Esta propuesta fue aprobada por la Cámara de Representantes de ese país a finales de febrero y fue enviada al Senado para su revisión y eventual aprobación.

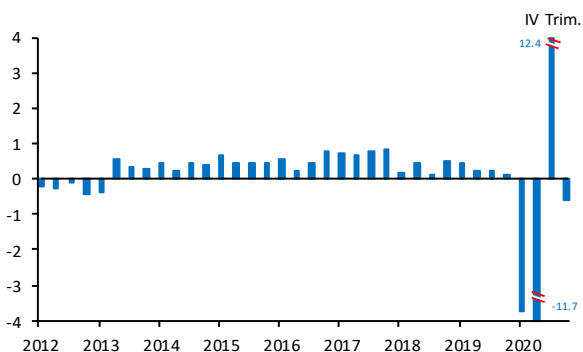
En la zona del euro, la actividad económica se contrajo a una tasa trimestral ajustada por estacionalidad de 0.6% luego de registrar un crecimiento de 12.4% en el tercero (Gráfica 9).³ Al interior de la zona del euro, se observó un comportamiento heterogéneo entre países y sectores, reflejando diferencias en la magnitud del rebrote en los contagios de COVID-19 y de las medidas de distanciamiento social implementadas para contener la pandemia. Por ejemplo, Alemania, Bélgica y España crecieron, mientras que Austria, Francia e Italia se contrajeron. Asimismo, mientras que el consumo de los hogares y la inversión de los negocios se vieron afectados por los efectos de la pandemia, las exportaciones mostraron una ligera expansión (Gráfica 10). En cuanto al mercado laboral, la tasa de desempleo disminuyó de 8.5% en septiembre a 8.3% en diciembre, favorecida por los programas de retención de empleo. Por su parte, indicadores como la confianza de los consumidores y el índice de gerentes de compras de servicios sugieren que las medidas de distanciamiento social seguirán afectando la actividad económica a inicios de este año.

³ Expresado como tasa trimestral anualizada y ajustada por estacionalidad, el crecimiento del PIB de la zona del euro en el cuarto trimestre fue de -2.4% y de 59.9% en el tercero.

En diciembre de 2020, la Unión Europea y China concluyeron las negociaciones respecto a un Acuerdo Integral de Inversión, que deberá ser ratificado de manera individual por los países de la Unión Europea. Dicho acuerdo busca dar a las empresas e inversionistas del bloque europeo un mayor acceso al mercado chino y en condiciones más equitativas. En este sentido, China se compromete a cumplir con ciertas normas en materia de transparencia en subsidios y prohibición de transferencias forzadas de tecnologías. Asimismo, se acordaron diversas disposiciones sobre desarrollo sustentable y derechos laborales.

En el Reino Unido, el PIB creció en el cuarto trimestre a una tasa trimestral ajustada por estacionalidad de 1.0%, después de expandirse 16.1% en el tercer trimestre de 2020.⁴ Este crecimiento reflejó una expansión moderada de la inversión de negocios y del gasto público, esto último por el gasto en salud para enfrentar la pandemia. En contraste, el consumo de los hogares se contrajo como resultado de la imposición de las medidas de confinamiento implementada desde noviembre en la mayor parte del país. Por el lado de la producción, la actividad manufacturera mantuvo un relativo dinamismo. En este entorno, la tasa de desempleo aumentó de 4.8% en el tercer trimestre a 5.1% en el cuarto.

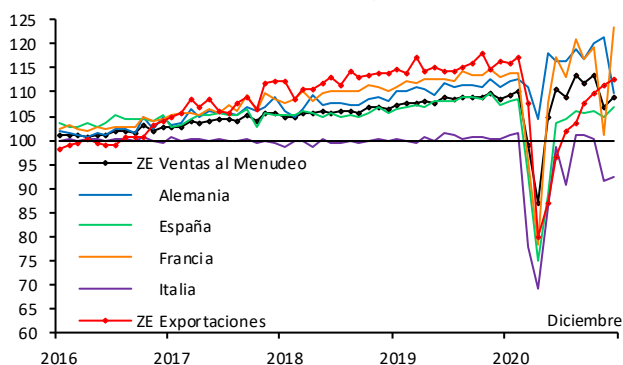
Gráfica 9
Zona del Euro: Producto Interno Bruto Real
Variación trimestral en por ciento, a. e.



a. e. / Cifras con ajuste estacional.

Fuente: Eurostat.

Gráfica 10
Zona del Euro: Ventas al Menudeo y Exportaciones
Índice 2015 = 100, a. e.



Nota: Las cifras por país se refieren a las ventas al menudeo, mientras que las cifras de exportaciones se refieren al comercio del bienes al exterior de la región.

a. e. / Cifras con ajuste estacional.

Fuente: Eurostat .

Luego de un largo proceso de negociación entre el Reino Unido y la Unión Europea, el 24 de diciembre de 2020 se firmó un acuerdo comercial y de cooperación entre ambas partes. El nuevo acuerdo abarca temas relacionados con regulación, comercio de bienes y servicios, pesca, sectores estratégicos como energía y el automotriz, participación en los programas de la Unión Europea y mecanismos para la solución de controversias. Dentro del acuerdo, destacaron el establecimiento de cero aranceles y cuotas, sujeto al cumplimiento de las Reglas de Origen estipuladas, las medidas para reducir los trámites burocráticos y las disposiciones en cuanto a la autonomía regulatoria del Reino Unido. No obstante, los avances en cuanto a servicios fueron más limitados. Ambas partes se comprometieron a firmar un memorando de entendimiento en marzo, en el cual se establecerían los mecanismos de cooperación en temas de regulación y servicios financieros. Además, el acuerdo comercial y de cooperación entre el Reino Unido y la Unión Europea será revisado cada cinco años, lo que podría representar un factor de incertidumbre.

En Canadá, la actividad económica moderó su ritmo de expansión en el cuarto trimestre de 2020, luego de crecer 8.9% a tasa trimestral ajustada por estacionalidad durante el tercero.⁵ El consumo privado se contrajo ante el menor gasto en bienes no esenciales y servicios. Las exportaciones y la inversión siguieron expandiéndose, apoyadas por la mayor demanda de bienes, tanto global como doméstica, y

⁴ Expresado como tasa trimestral anualizada y ajustada por estacionalidad, el crecimiento del PIB del Reino Unido fue de 81.9% en el tercer trimestre y 4.0% en el cuarto.

⁵ Expresado como tasa trimestral anualizada y ajustada por estacionalidad, el crecimiento del PIB de Canadá en el tercer trimestre del año fue de 40.5%.

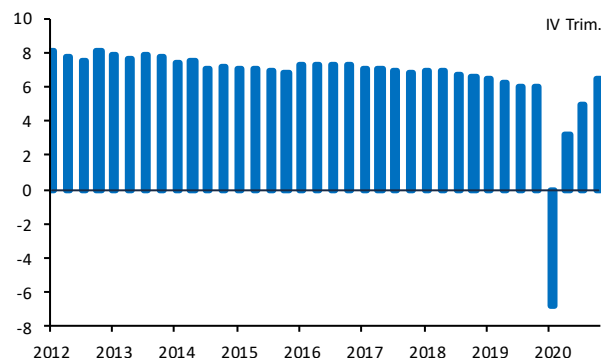
por la recuperación de los precios del petróleo. En este contexto, la tasa de desempleo aumentó marginalmente de 9.2% en septiembre a 9.4% en enero. Los indicadores oportunos apuntan a que la debilidad de la actividad económica en ese país persistirá durante el primer trimestre de 2021.

En Japón, el PIB continuó recuperándose en el cuarto trimestre, si bien a un ritmo menor que en el tercero, al crecer a una tasa trimestral ajustada por estacionalidad de 3.0% luego de haberse expandido 5.3%.⁶ El crecimiento de la actividad estuvo impulsado por la inversión de los negocios y las exportaciones netas y, en menor medida, por el consumo privado, esto último reflejando los programas de apoyo del gobierno y los ingresos laborales. Por el lado de la producción, la actividad industrial siguió siendo apoyada por la recuperación de la demanda global. Respecto al mercado laboral, la tasa de desempleo registró una disminución moderada, al pasar de 3.0% en septiembre a 2.9% en enero. Se prevé que la declaración de Estado de Emergencia anunciada a principios de 2021 acentúe la debilidad de dicha economía en el primer trimestre de este año.

En el cuarto trimestre de 2020, las economías emergentes continuaron recuperándose, si bien a un ritmo más moderado y diferenciado entre países y sectores. En China, el PIB aceleró su ritmo de expansión, al pasar de una tasa anual de 4.9% en el tercer trimestre a una de 6.5% en el cuarto (Gráfica 11). Los indicadores disponibles de actividad económica de ese país han mostrado una recuperación sostenida, destacando el fuerte dinamismo en la actividad industrial, las exportaciones y la inversión fija y una gradual mejoría de las ventas al menudeo. La recuperación en China, sumada al repunte en la demanda global de productos de alta tecnología, ha favorecido el desempeño de algunas otras economías emergentes de Asia. En contraste, las economías de América Latina y Europa Emergente moderaron su ritmo de recuperación, anticipándose afectaciones a la actividad económica de algunos países ante la

reimposición de restricciones a la movilidad para hacer frente al rebrote de casos de COVID-19.

Gráfica 11
China: Producto Interno Bruto Real
Variación anual en por ciento



Fuente: NBS .

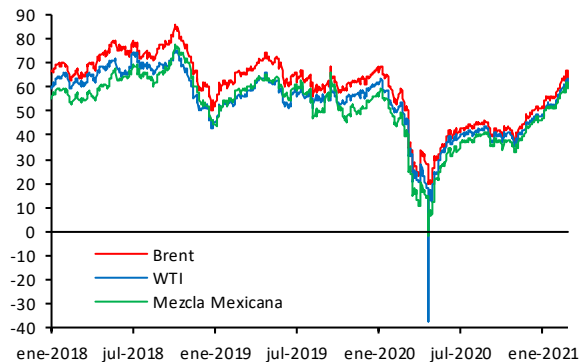
2.1.2. Precios de las Materias Primas

Los precios internacionales de las materias primas registraron un alza durante el periodo que cubre este Informe. En particular, los precios del petróleo se vieron impulsados por las mejores perspectivas económicas ante la distribución y aplicación de vacunas contra el COVID-19, por el acuerdo de la OPEP y otros productores de mantener sus cuotas de producción durante los primeros meses de 2021 y por la decisión de Arabia Saudita de recortar su producción en febrero y marzo de 2021. Asimismo, ante las heladas registradas en Estados Unidos, los precios del petróleo alcanzaron en febrero de 2021, su nivel más elevado desde enero de 2020 debido al riesgo de interrupciones en la producción de petróleo y gas en el estado de Texas (Gráfica 12). Por su parte, la mayoría de los precios de los metales industriales mostraron una tendencia al alza durante el cuarto trimestre de 2020 ante la continua recuperación de la producción industrial a nivel mundial. Si bien en enero se registró cierta moderación en los precios de algunos metales, tales como del aluminio y del hierro, estos repuntaron en semanas recientes, ante un mayor optimismo sobre la recuperación económica mundial (Gráfica 13). En cuanto a los precios de los granos, estos han sido impulsados por las expectativas de una mayor recuperación de la demanda y de una menor producción de granos,

⁶ Expresado como tasa trimestral anualizada y ajustada por estacionalidad, el crecimiento del PIB de Japón en el tercer trimestre del año fue de 22.7% y en el cuarto fue de 12.7%.

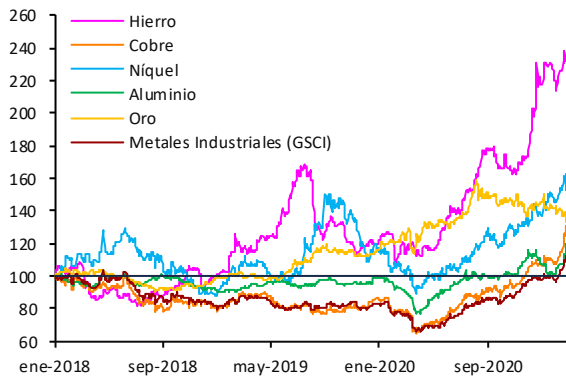
principalmente en Estados Unidos, ante condiciones climáticas desfavorables (Gráfica 14).

Gráfica 12
Petróleo Crudo
En dólares por barril



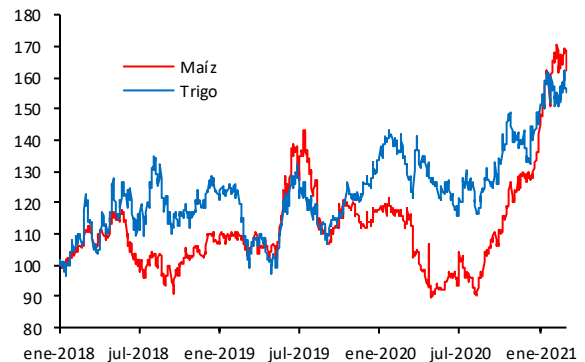
Fuente: Bloomberg.

Gráfica 13
Precios de Metales Seleccionados ^{1/}
Índice 01/Ene/2018=100



^{1/} El índice GSCI es un indicador de 24 materias primas elaborado por Goldman Sachs. En particular, el componente de metales industriales sigue los precios del aluminio, cobre, níquel, zinc y plomo.
Fuente: Bloomberg.

Gráfica 14
Precios de los Granos
Índice 01/Ene/2018=100



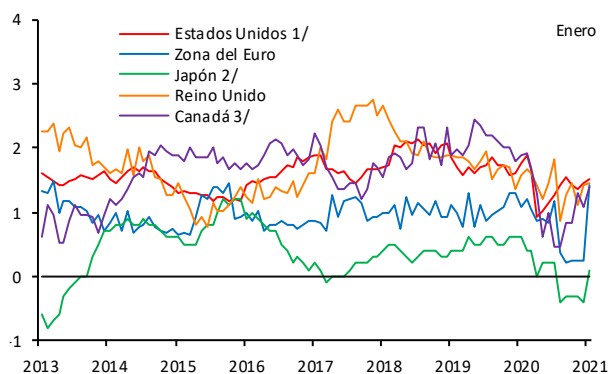
Fuente: Bloomberg.

2.1.3. Tendencias de la Inflación en el Exterior

La inflación a nivel mundial continúa sujeta a las afectaciones económicas derivadas de la pandemia y de las medidas implementadas para su contención. En las economías avanzadas, la pandemia contribuyó a una disminución de la inflación general ante la caída en los precios de la energía y la menor demanda agregada, lo que contrarrestó los choques de oferta derivados de la suspensión de algunas actividades productivas y de interrupciones en las cadenas de suministro. La inflación permanece por debajo de los objetivos de los respectivos bancos centrales, si bien durante el tercer trimestre de 2020 registró algunos incrementos, especialmente la de los energéticos. Cabe señalar que durante el cuarto trimestre de 2020 la inflación general en algunas de las principales economías avanzadas mostró cierta estabilización, reflejando el efecto de los subsidios y recortes de impuestos que se implementaron en respuesta a la pandemia, así como la persistente debilidad en los precios de los servicios (Gráfica 15).

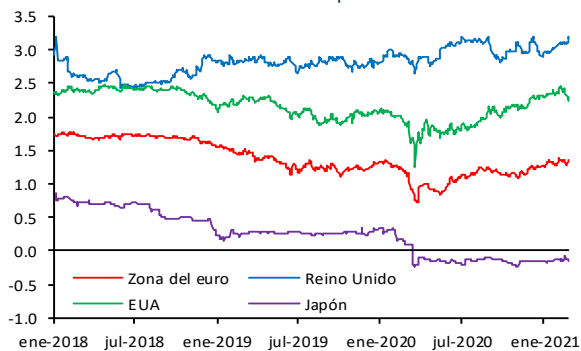
A su vez, las expectativas de inflación provenientes de encuestas y de instrumentos financieros para las principales economías avanzadas, después de registrar una disminución como resultado de la crisis sanitaria, han mostrado cierta recuperación, diferenciada entre países. Mientras que las expectativas de inflación para Estados Unidos se ubican por encima del nivel de inicios de 2020, en el caso de la zona del euro y Japón, estas se mantienen alrededor o por debajo de dicho nivel (Gráfica 16).

Gráfica 15
Economías Avanzadas: Inflación Subyacente
Variación anual en por ciento



1/ Se empleó el deflactor del gasto en consumo personal.
2/ Excluye alimentos frescos y energía, así como el efecto directo del incremento del impuesto al consumo y del programa de guardería y educación preescolar gratuitas.
3/ Excluye alimentos, energía y el efecto de los cambios en impuestos indirectos (CPI-XFET) que entraron en vigor en 2014.
Fuente: BEA, Eurostat, Banco de Japón, Oficina Nacional de Estadística del Reino Unido e Instituto de Estadística de Canadá.

Gráfica 16
Economías Avanzadas Seleccionadas: Expectativas de Inflación 5 años/5 años
Variación anual en por ciento

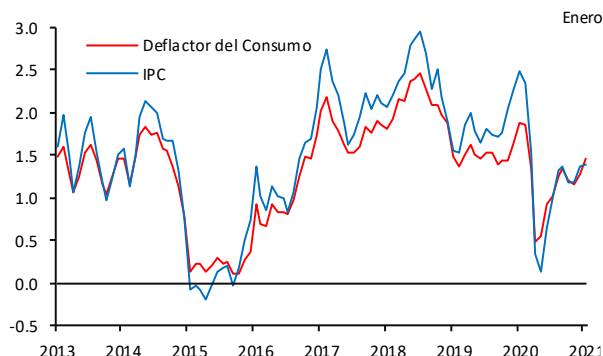


Fuente: J. P. Morgan.

En Estados Unidos, después de haber registrado un repunte como resultado de la gradual recuperación económica, la inflación se mantuvo relativamente estable durante el cuarto trimestre. En particular, la

inflación general medida por el deflactor del gasto en consumo personal aumentó de 1.4% en septiembre a 1.5% en enero, reflejando, principalmente, una menor contribución negativa de los precios de los energéticos. A su vez, el componente subyacente se mantuvo alrededor de 1.5% durante el periodo como resultado de la persistente debilidad de los precios de los servicios que fue contrarrestada por un repunte en los precios de los bienes. De igual forma, el crecimiento de los precios al consumidor se mantuvo alrededor de 1.4% durante el periodo mientras que el componente subyacente disminuyó de 1.7% en septiembre a 1.4% en enero, reflejando una caída en los precios de los servicios. Dicha caída fue contrarrestada, en parte, por un aumento en los precios de algunos bienes como ropa y calzado (Gráfica 17).

Gráfica 17
EUA: Deflactor del Gasto en Consumo Personal y Precios al Consumidor
Variación anual en por ciento, a. e.



a. e. / Cifras con ajuste estacional.
Fuente: BEA y BLS.

En la zona del euro, tanto la inflación general como la subyacente se mantuvieron sin cambio durante los meses que comprende el cuarto trimestre en un nivel de -0.3 y 0.2% respectivamente, reflejando aún el efecto a la baja del recorte temporal del Impuesto al Valor Agregado en Alemania, así como un comportamiento mixto de sus componentes durante el periodo. No obstante, la inflación aumentó en enero, reflejando, entre otros factores, la expiración del recorte al Impuesto al Valor Agregado ya mencionado, así como el fin de la temporada de descuentos en algunos países.

En el Reino Unido, la inflación general aumentó de un nivel de 0.5% en septiembre a 0.7% en enero, reflejando una aceleración en el crecimiento de los

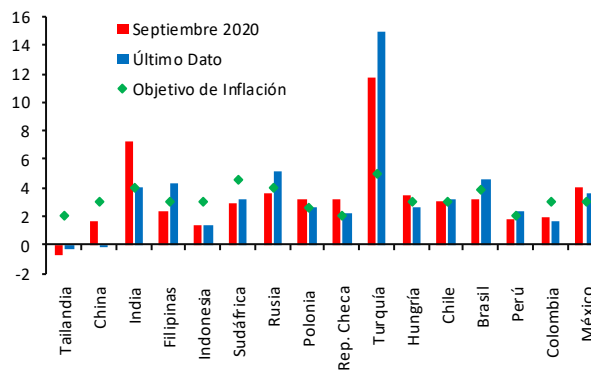
precios de transporte, alojamiento y restaurantes, así como de mobiliario y enseres domésticos. Por su parte, la medición subyacente aumentó de 1.3% en septiembre a 1.4% en enero.

En Canadá, la inflación general aumentó de una tasa anual de 0.5% en septiembre a 1.0% en enero, debido a un incremento en los precios de mobiliario doméstico, transporte y recreación, así como un menor ritmo de contracción en los precios de la gasolina. Por su parte, la medición subyacente pasó de 0.8% en septiembre a 1.4% en enero.

En Japón, la inflación general continuó disminuyendo, al pasar de -0.7% en septiembre a -1.0% en diciembre, reflejando el impacto del subsidio a gastos de viaje implementado por el gobierno y menores precios de los energéticos. No obstante, la inflación repuntó en enero para ubicarse en -0.6%, ante la suspensión temporal del subsidio mencionado y una aceleración en la inflación en los rubros de vestimenta y primas de seguros. Por su parte, la inflación subyacente, después de mantenerse estable en -0.3% durante octubre y noviembre, aumentó a 0.1% en enero.

Por su parte, si bien en la mayoría de las principales economías emergentes la inflación general continúa por debajo del nivel registrado previo a la pandemia, esta mostró un comportamiento heterogéneo durante el periodo que cubre este Informe. Esta dinámica refleja los efectos del cambio en los precios relativos derivados de la pandemia, como son los aumentos en los precios de los alimentos y las disminuciones en los precios de algunos servicios. Además, refleja el efecto diferenciado que dichos choques tienen en los países según sus características idiosincrásicas, como el peso de cada sector en la economía y los niveles de inflación prevalecientes antes de la pandemia. Así, en algunos países, como Colombia, Hungría y Polonia, continuaron dominando las presiones a la baja sobre los precios de algunos bienes y servicios, con lo cual su inflación se mantuvo por debajo de los objetivos de sus bancos centrales, mientras que en países como Brasil, Rusia y Turquía la inflación ha registrado aumentos provenientes, en gran medida, de incrementos en los precios de los alimentos, choques de oferta y los efectos de la depreciación de sus divisas (Gráfica 18).

Gráfica 18
Economías Emergentes: Inflación General Anual
Por ciento



Nota: Para el caso de los bancos centrales que no tienen objetivo puntual de inflación se presenta el punto medio de su intervalo.
Fuente: Haver Analytics.

2.1.4. Política Monetaria y Mercados Financieros Internacionales

En este entorno, los bancos centrales de las principales economías avanzadas mantuvieron sus tasas de interés sin cambio en niveles históricamente bajos y mantuvieron el uso de su balance para preservar condiciones de financiamiento favorables y así apoyar la provisión de crédito, impulsar la actividad económica y procurar la convergencia de la inflación a sus respectivos objetivos de largo plazo. Además, enfatizaron su compromiso de mantener una postura acomodaticia por un periodo prolongado hasta que la inflación alcance de manera sostenida sus metas. Algunos de estos bancos centrales anunciaron aumentos en el tamaño o ajustes en la guía futura de sus programas de compras de activos, así como cambios en los términos y extensiones en la duración de sus diversos esquemas de provisión de crédito y liquidez (Reserva Federal, Banco Central Europeo, Banco de Inglaterra y el Banco de Japón). En este contexto, las expectativas extraídas de instrumentos de mercado sugieren que dichos bancos centrales mantendrán una postura de política monetaria altamente acomodaticia.

Durante el periodo que cubre este Informe, la Reserva Federal mantuvo sin cambio el rango de entre 0 y 0.25% para la tasa de interés de fondos federales y reiteró que será apropiado mantener el nivel actual hasta que las condiciones del mercado laboral hayan alcanzado niveles consistentes con su estimación de máximo empleo y que la inflación haya aumentado a 2% y esté encaminada a exceder dicha

cifra durante algún tiempo. Asimismo, indicó que mantendrá el ritmo actual de su programa de compras de activos hasta que se haya logrado un progreso sustancial hacia sus objetivos de máximo empleo y de estabilidad de precios. Al respecto, el presidente de dicha Institución indicó en enero que era prematuro discutir sobre la fecha en la que reducirán su programa de compra de activos. Por otro lado, la Reserva Federal anunció una extensión en la duración de algunas de sus facilidades de crédito y liquidez, así como diversos cambios en sus condiciones. En este contexto, las medianas de los pronósticos del Comité Federal de Mercado Abierto (*FOMC*) publicadas en diciembre sugieren que la tasa de referencia permanecerá sin cambios al menos hasta 2023. Asimismo, con datos a febrero, la trayectoria implícita de futuros de la tasa de fondos federales no refleja cambios en la tasa de referencia entre 2021 y 2023.

El Banco Central Europeo mantuvo sin cambio sus tasas de interés de referencia y reiteró que espera que dichas tasas se mantengan en sus niveles actuales o por debajo de estos hasta que los pronósticos de inflación converjan de forma robusta a un nivel suficientemente cercano, pero por debajo del objetivo de inflación de 2%, y que dicha convergencia se haya reflejado consistentemente en la dinámica de la inflación subyacente. Además, incrementó en 500 mil millones de euros su programa de compras por emergencia de pandemia (*PEPP*) a un monto total de 1.85 billones de euros, extendiendo su vigencia hasta marzo de 2022. Además, anunció la extensión de algunos de sus programas de refinanciamiento y provisión de liquidez, con algunos ajustes en sus términos.

En sus últimas reuniones, el Banco de Inglaterra mantuvo sin cambio su tasa de referencia en 0.10% y el monto total objetivo de sus compras de activos en 895 mil millones de libras. En diciembre acordó extender por seis meses la vigencia de su programa de préstamos dirigido a pequeñas y medianas empresas (*TFSME*). Por otro lado, en las minutas de su reunión de febrero, el Comité consideró que, si bien no desea enviar una señal de establecer una tasa de interés negativa en algún momento en el futuro, sería apropiado comenzar con los preparativos en el

sistema financiero para contar con la capacidad de operar en un entorno de tasas de interés negativas en el caso eventual de que dicha medida fuera adoptada por esta Institución.

El Banco de Canadá mantuvo sin cambio su tasa de interés de referencia en 0.25% en sus últimas reuniones y reiteró que la mantendrá en niveles cercanos a cero hasta que la holgura se haya reducido, de tal manera que su meta de inflación de 2% se alcance de manera sostenida, lo cual prevé no sucederá sino hasta 2023. Además, continuó con su programa de compra de activos a un ritmo de al menos 4 mil millones de dólares canadienses por semana, y reiteró que dicho programa continuará hasta que la recuperación económica esté claramente en marcha. Asimismo, indicó que cuando se consolide la recuperación, el ritmo de compras se ajustará según sea necesario.

Por otro lado, en sus últimas reuniones el Banco de Japón mantuvo sin cambio su tasa de interés de referencia en -0.1% y el objetivo de la tasa de 10 años en alrededor de 0% y reiteró que espera que se mantengan en sus niveles actuales o inferiores. Además, entre otras medidas, extendió la duración de sus compras adicionales de papel comercial y bonos corporativos, así como de otros programas de provisión de fondos. Por otro lado, ese banco central está llevando a cabo una evaluación de su marco de política monetaria con el fin de lograr un mayor relajamiento monetario, efectivo y sostenible.

En las economías emergentes, la mayoría de los bancos centrales mantuvo sin cambio sus tasas de interés de referencia en el periodo que cubre este Informe.⁷ Asimismo, en general, los bancos centrales decidieron mantener medidas para proveer crédito, suministrar liquidez y fomentar el buen funcionamiento de los mercados financieros.

Los mercados financieros internacionales registraron, durante la mayor parte del periodo que cubre este Informe, un comportamiento positivo y una menor aversión al riesgo respecto a la observada a inicios de la pandemia, si bien presentaron algunos episodios de volatilidad (Gráficas 19 y 20). El comportamiento positivo se debió, principalmente, a las condiciones

⁷ Con excepción de Turquía, que la aumentó, y de Filipinas e Indonesia, que la disminuyeron.

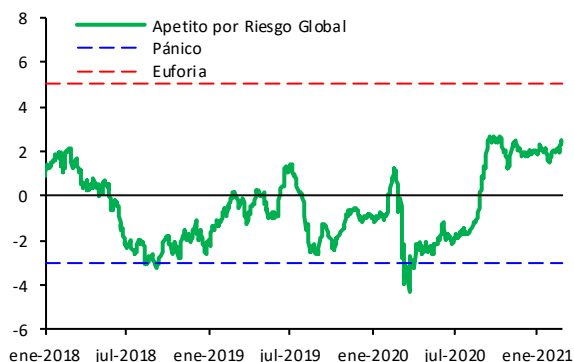
de amplia liquidez derivadas de una política monetaria altamente acomodaticia en economías de importancia sistémica, a la recuperación de las principales economías, así como a los avances en el desarrollo, producción, distribución y aplicación de vacunas para combatir al COVID-19, ello a pesar del rebrote de casos y de las medidas de confinamiento implementadas en diversos países. También contribuyó a dicho proceso la conclusión del proceso electoral en Estados Unidos, la aprobación de un paquete fiscal a finales de 2020 y la expectativa de un nuevo programa de estímulo fiscal en dicho país, así como la firma de un acuerdo comercial entre el Reino Unido y la Unión Europea a finales de 2020. Por otro lado, en comparecencia ante el Senado de Estados Unidos a finales de febrero, el presidente de la Reserva Federal reafirmó que dicha institución mantendrá su postura monetaria acomodaticia, ya que la economía estadounidense aún se encuentra lejos de alcanzar las metas de inflación y empleo de ese banco central.

En este entorno, en buena parte del periodo que se reporta, se registraron ganancias en los principales índices accionarios, alcanzando, en algunos casos, niveles máximos históricos y el dólar se depreció frente a la mayoría de las divisas de países desarrollados. Asimismo, se ha registrado un alza en las entradas netas de capital hacia economías emergentes durante el periodo que cubre este Informe, si bien estas se explican principalmente por los flujos de capital hacia la región asiática, en particular a China (Gráfica 21).

No obstante, recientemente se han presentado algunos episodios de mayor volatilidad. En particular, en las últimas semanas se observó un repunte en la volatilidad de los mercados financieros. Ello ha estado asociado a un aumento considerable de las tasas de interés de largo plazo en Estados Unidos ante la perspectiva de un mayor estímulo fiscal y una recuperación de la actividad económica más vigorosa, así como de mayores expectativas de inflación. Aunado a lo anterior, también pudo haber contribuido a la mayor volatilidad las preocupaciones en torno a las altas valuaciones de los activos del sector tecnológico (Gráfica 22). En este contexto, las tasas de interés de bonos gubernamentales de largo plazo mostraron incrementos en las economías avanzadas, así como en las emergentes (Gráfica 23).

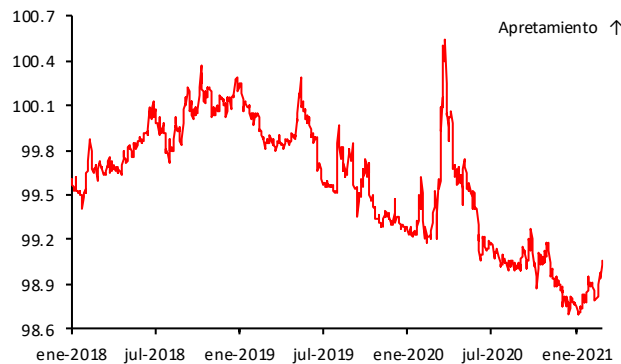
Asimismo, las monedas de diversas economías se han depreciado con respecto al dólar estadounidense (Gráfica 24).

Gráfica 19
Índice de Apetito por Riesgo Global
Índice



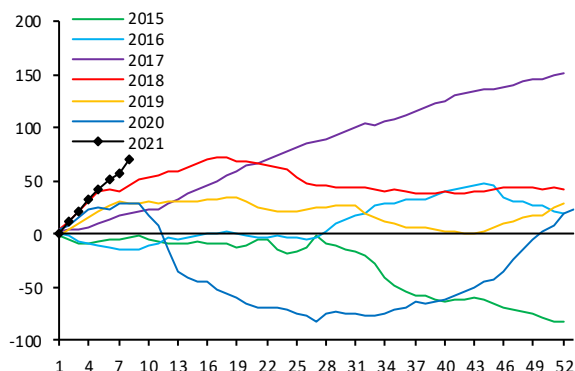
Nota: El índice de apetito por riesgo compara diversos activos financieros, tomando en consideración que en periodos de elevado apetito por activos de mayor riesgo, tales como acciones de economías avanzadas y emergentes, estos tienden a registrar elevados rendimientos, mientras que activos seguros, tales como los bonos gubernamentales de Estados Unidos, zona del euro y Japón, tienden a presentar rendimientos negativos. Mientras tanto, en periodos de bajo apetito por riesgo sucede lo contrario. En este contexto, el valor del índice se refiere al coeficiente de una regresión del rendimiento diario de 64 activos en función de su volatilidad.
Fuente: Credit Suisse.

Gráfica 20
Índice de Condiciones Financieras Globales
Índice



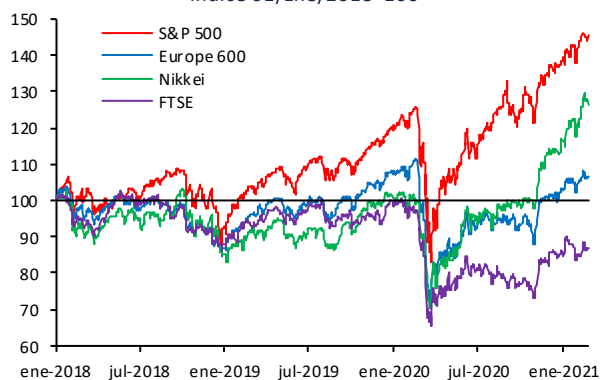
Fuente: Goldman Sachs.

Gráfica 21
Flujos Acumulados de Fondos Dedicados a Economías Emergentes por Semanas del Año^{1/}
 Miles de millones de dólares



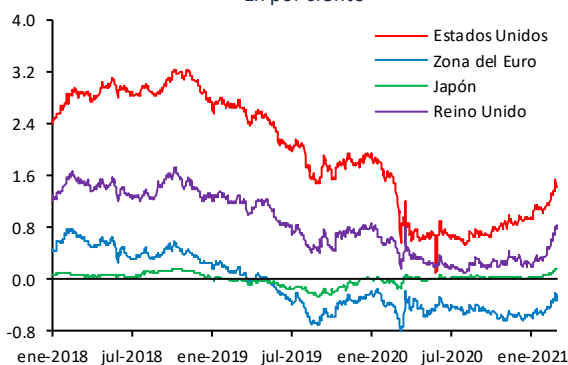
^{1/} La muestra cubre fondos utilizados para la compra-venta de acciones y bonos de países emergentes, registrados en países avanzados. Los flujos excluyen el desempeño de la cartera y variaciones en el tipo de cambio. Fuente: Emerging Portfolio Fund Research (EPFR).

Gráfica 22
Mercados Accionarios de Economías Avanzadas Seleccionadas
 Índice 01/Ene/2018=100



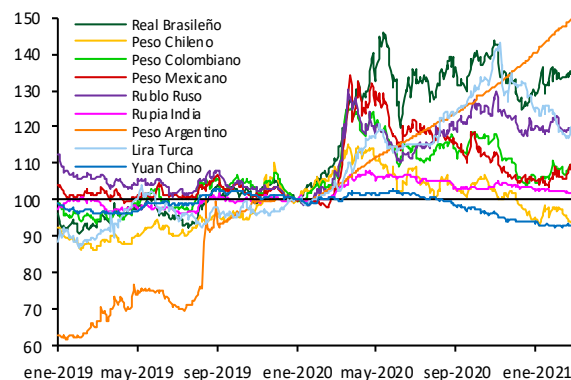
Fuente: Bloomberg.

Gráfica 23
Rendimiento de los Bonos a 10 años en Economías Avanzadas
 En por ciento



Fuente: Bloomberg.

Gráfica 24
Economías Emergentes: Tipo de Cambio Respecto al Dólar
 Índice 01/Ene/2020=100



Fuente: Bloomberg.

En adición a los riesgos mencionados previamente para el crecimiento mundial, persisten riesgos que pudieran afectar la estabilidad de los mercados financieros internacionales. Entre estos destacan:

- i. Las posibles distorsiones en la valuación de algunos activos financieros que pudieran derivar en una corrección abrupta en sus precios.
- ii. Que la recuperación económica de algunas economías avanzadas con un importante estímulo fiscal propicie un aumento en la inflación.
- iii. Que el aumento en las tasas de interés de largo plazo en Estados Unidos restrinja las condiciones financieras globales y presionen los mercados financieros de economías emergentes.
- iv. La posibilidad de que el exceso de liquidez en los mercados internacionales se revierta de forma desordenada.
- v. Un incremento en el número de quiebras de empresas afectadas por la pandemia y sus posibles efectos sobre la estabilidad financiera.
- vi. Las vulnerabilidades asociadas a un incremento en los niveles de deuda pública, en parte derivado de los estímulos fiscales otorgados en diversos países y su impacto en la sostenibilidad de las finanzas públicas.
- vii. Los elevados niveles de endeudamiento del sector privado y los problemas de solvencia asociados.

La materialización de estos riesgos podría generar nuevos episodios de volatilidad, mayor aversión al riesgo y apretamiento en las condiciones financieras globales, lo cual en un entorno de elevado endeudamiento podría traducirse en riesgos para la estabilidad financiera en algunas de las economías más vulnerables.

2.2. Evolución de la Economía Mexicana

2.2.1. Actividad Económica

En el cuarto trimestre de 2020 continuó la reactivación de la actividad económica que se observó en el tercero, si bien a un ritmo más moderado y mostrando cierto debilitamiento al cierre del año. En particular, aunque en octubre y noviembre la actividad siguió recuperándose, en diciembre se presentó una marcada desaceleración como resultado del recrudescimiento de la pandemia y de las nuevas restricciones a la producción y movilidad implementadas en algunas entidades federativas. Asimismo, por el tipo de choques que se han enfrentado, prevalece heterogeneidad en el desempeño de los sectores, con la producción industrial mostrando una reactivación relativamente más dinámica, especialmente las manufacturas, y las actividades terciarias exhibiendo una recuperación más lenta y con una evolución diferenciada entre sus componentes.

En cuanto a la demanda externa, luego de la importante recuperación que las exportaciones de

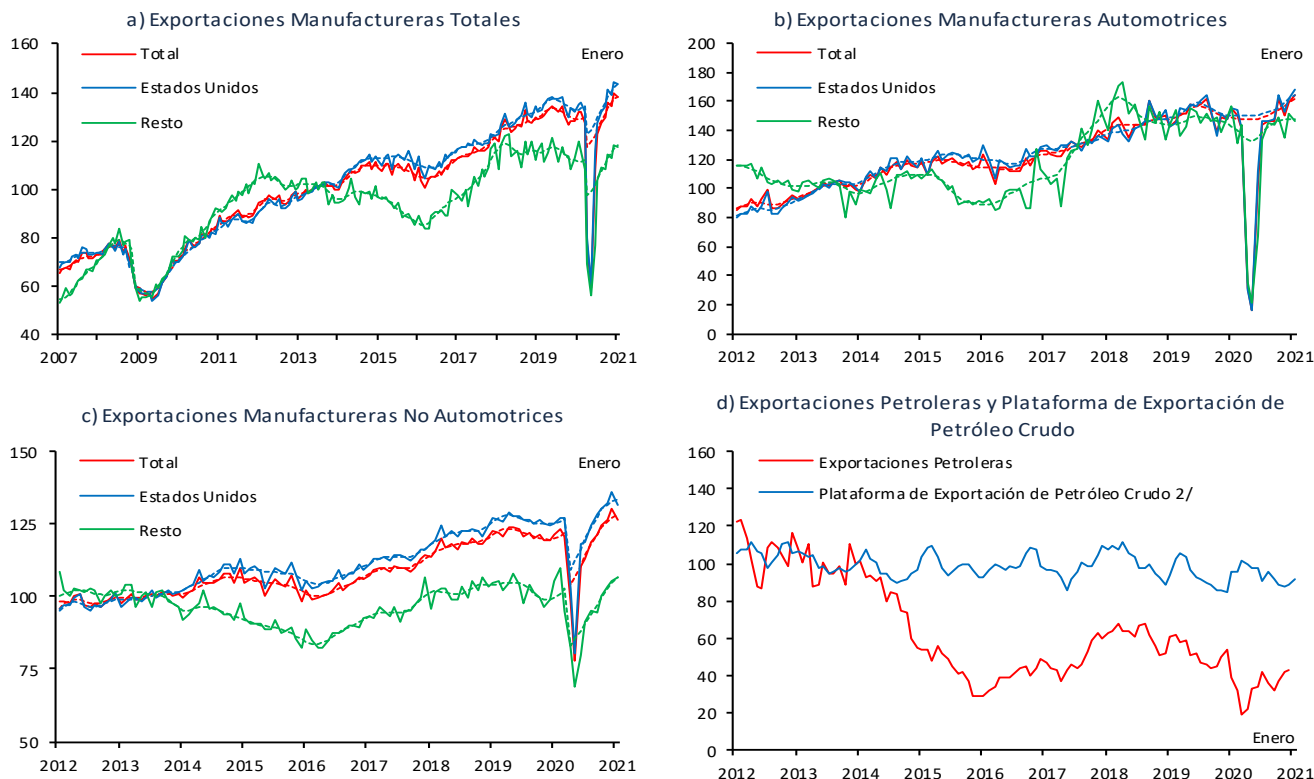
bienes registraron en el tercer trimestre, en el periodo octubre – diciembre de 2020 estas siguieron mostrando dinamismo, si bien se observó cierta desaceleración a principios de 2021. En particular, el valor de las exportaciones manufactureras se ubicó en enero de 2021 un 4.9% por arriba del valor registrado en febrero de 2020.⁸ La reactivación que han venido mostrando las exportaciones provino tanto del desempeño favorable de las exportaciones automotrices, como del resto de las exportaciones manufactureras. Por su parte, si bien las importaciones totales también han mostrado una recuperación, esta ha sido relativamente más lenta, situándose en enero de 2021 un 2.6% por arriba de su nivel de febrero de 2020 en términos desestacionalizados (Gráficas 25 y 26).

En el cuarto trimestre de 2020 las exportaciones petroleras registraron un nivel similar al del trimestre previo en términos desestacionalizados debido a la combinación de un aumento de las exportaciones de petróleo crudo y a una disminución del resto de las exportaciones petroleras. A su vez, las exportaciones de crudo avanzaron moderadamente en el trimestre, en un contexto de un mayor precio promedio de la mezcla mexicana de exportación (Gráfica 25d). En enero de 2021 las exportaciones petroleras mostraron un avance con series ajustadas por estacionalidad derivado tanto de un mayor valor de las exportaciones de petróleo crudo, como de las de otros productos distintos de petróleo crudo.

⁸ Se refiere al valor de las exportaciones de mercancías en dólares corrientes. Dicho valor difiere del reportado para las exportaciones de bienes en el Sistema de Cuentas Nacionales de México, toda vez que este último representa el valor agregado, medido en pesos constantes, de

modo que los deflatores implícitos necesarios para su cálculo podrían conducir a diferencias respecto de lo que se deriva del análisis de los valores nominales en dólares.

Gráfica 25
Exportaciones de México^{1/}
Índice 2013=100, a. e.



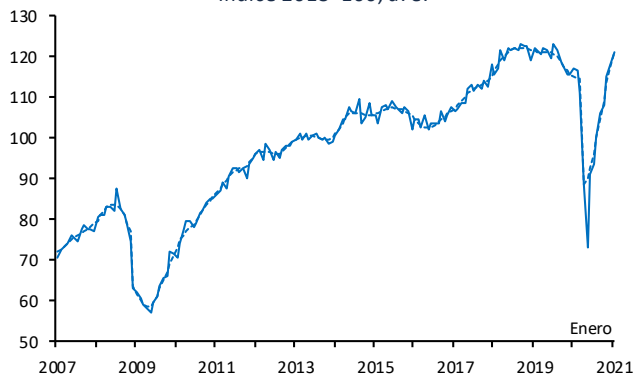
a. e. / Serie con ajuste estacional y serie de tendencia. La primera se representa con la línea sólida y la segunda con la punteada.

^{1/} A partir de cifras en dólares corrientes.

^{2/} Índice con base en el promedio móvil de tres meses de barriles diarios de la serie con ajuste estacional.

Fuente: Banco de México con base en PMI Comercio Internacional, S.A. de C.V., SAT, SE, Banco de México e INEGI. Balanza Comercial de Mercancías de México. SNIEG. Información de Interés Nacional.

Gráfica 26
Importaciones No Petroleras^{1/}
Índice 2013=100, a. e.



a. e. / Serie con ajuste estacional y serie de tendencia. La primera se representa con la línea sólida y la segunda con la punteada.

^{1/} Cifras en dólares corrientes.

Fuente: Banco de México con base en PMI Comercio Internacional, S.A. de C.V., SAT, SE, Banco de México e INEGI. Balanza Comercial de Mercancías de México. SNIEG. Información de Interés Nacional.

Con relación a la demanda interna, en el bimestre octubre – noviembre de 2020 continuó la gradual recuperación del consumo privado, aunque a un ritmo más moderado que en el trimestre previo. Lo anterior fue resultado de incrementos tanto en el consumo de bienes, principalmente de origen importado, como en el de servicios, si bien ambos rubros aún se ubican por debajo de los niveles previos a la pandemia, especialmente el de servicios. Se prevé que durante el resto del cuarto trimestre la recuperación del consumo privado haya continuado desacelerándose, en congruencia con el repunte en el número de contagios de COVID-19 en el país y las nuevas medidas para su contención.

- i. En efecto, algunos indicadores relacionados con el consumo privado en el mercado nacional presentaron debilidad hacia el cierre de 2020. En particular, las ventas al menudeo en establecimientos comerciales mostraron una

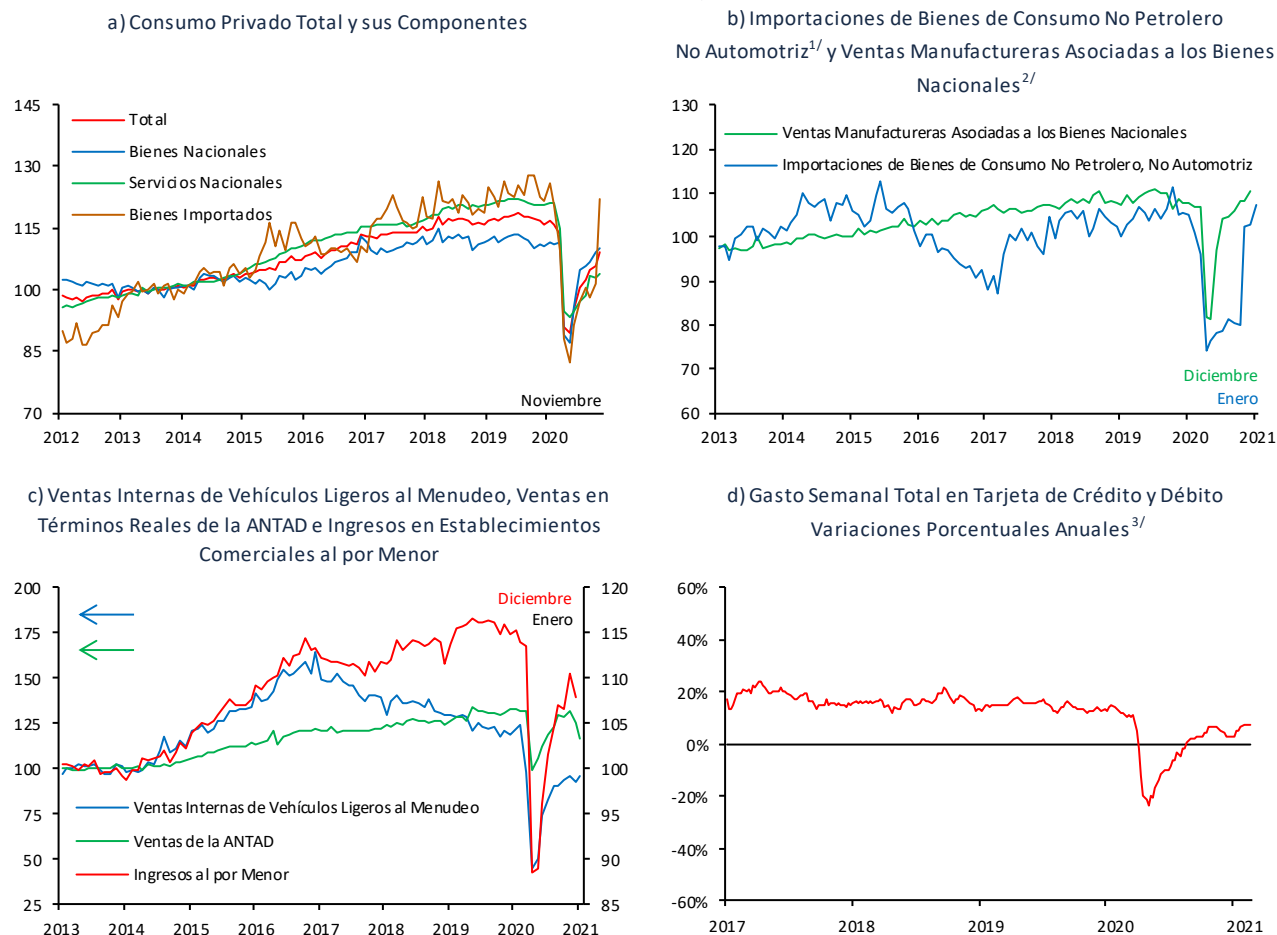
importante disminución en diciembre de 2020, al tiempo que las ventas del conjunto de tiendas asociadas a la ANTAD exhibieron una notoria contracción tanto en diciembre de 2020, como en enero de 2021, que revirtió el repunte de noviembre impulsado por las compras durante “El Buen Fin” y buena parte de la recuperación exhibida a partir de mayo de 2020. Por su parte, las ventas de las industrias manufactureras más relacionadas con el consumo siguieron reactivándose en el periodo octubre – diciembre de 2020, situándose al cierre de ese año incluso por arriba de los niveles previos a la pandemia, al tiempo que las ventas de vehículos ligeros aumentaron en el cuarto trimestre de 2020 y en enero de 2021, aunque a un ritmo más moderado y permaneciendo muy por debajo de lo reportado a principios de 2020 (Gráficas 27b y 27c). Asimismo, el gasto diario con tarjetas de crédito y débito mostró una desaceleración hacia finales del año pasado y una nueva reactivación a principios de 2021 (Gráfica 27d).

- ii. En cuanto a algunos de los determinantes del consumo, la masa salarial real presentó en el cuarto trimestre de 2020 cierta mejoría en comparación con el trimestre previo como reflejo, principalmente, de la reincorporación de personas a la población ocupada remunerada, si

bien las remuneraciones reales también aumentaron (Gráfica 28a). En cuanto a la confianza del consumidor, esta continuó recuperándose en el cuarto trimestre de 2020 e inicios del primero de 2021, aunque permanece por debajo de los niveles previos a la pandemia (Gráfica 28b). A su vez, los ingresos por remesas continuaron presentando un fuerte dinamismo, ubicándose a principios del año en niveles históricamente altos (Gráfica 28c). Finalmente, la cartera de crédito bancario vigente al consumo exhibió una reducción a inicios del cuarto trimestre de 2020 (ver Sección 2.2.3).

Respecto de los ingresos por remesas, dada su relevancia para muchos hogares, es importante que en el país existan alternativas confiables, sencillas, seguras y económicas para el cambio de divisas. El Recuadro 1 muestra que en general hay una cobertura amplia de servicios financieros para llevar a cabo estas operaciones, aunque existen áreas de oportunidad para ampliar los servicios financieros en algunas localidades receptoras de remesas en efectivo y de afluencia de turismo internacional. Ante ello, el Recuadro también enumera las medidas que el Banco de México, en conjunto con otras autoridades competentes, anunció 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 al enviar remesas.

Gráfica 27
Indicadores de Consumo
Índice 2013=100, a. e.



a. e. / Serie con ajuste estacional.

1/ A partir de cifras en dólares corrientes.

2/ Se refiere a las ventas de la Encuesta Mensual de la Industria Manufacturera (EMIM) relacionadas al consumo privado de bienes.

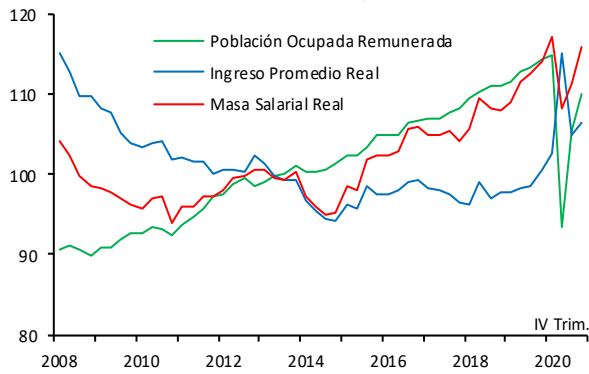
3/ Datos al 21 de febrero de 2021. Promedio móvil de 4 semanas.

Fuente: a) Sistema de Cuentas Nacionales de México (SCNM), INEGI. b) Banco de México con base en PMI Comercio Internacional, S.A. de C.V., SAT, SE, Banco de México e INEGI. Balanza Comercial de Mercancías de México. SNIEG. Información de Interés Nacional y Banco de México con información de la Encuesta Mensual de la Industria Manufacturera (EMIM). c) Banco de México con base en información de la Asociación Nacional de Tiendas de Autoservicio y Departamentales (ANTAD), de la Encuesta Mensual sobre Empresas Comerciales (EMEC), INEGI, y del Registro Administrativo de la Industria Automotriz de Vehículos Ligeros, INEGI. Desestacionalización de las ventas reales de la ANTAD y de las ventas internas de vehículos ligeros al menudeo por Banco de México. d) Banco de México.

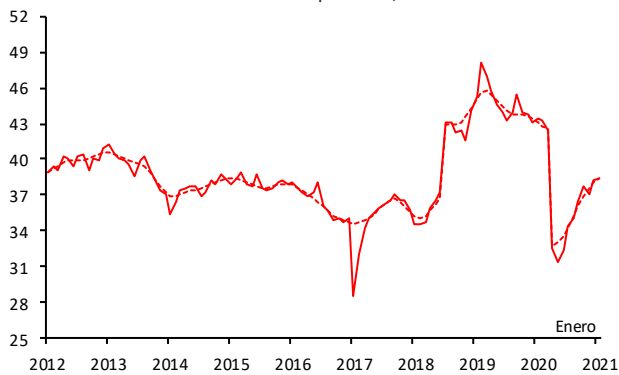
Gráfica 28

Determinantes del Consumo

a) Masa Salarial Real Total^{1/}
Índice 2013=100, a. e.

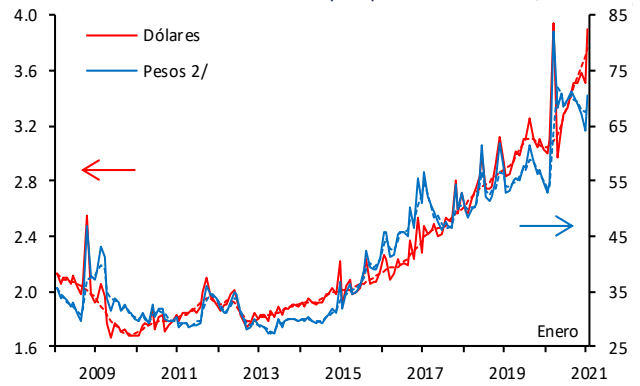


b) Confianza del Consumidor
Balance de respuestas, a. e.



c) Remesas

Miles de millones de dólares y de pesos constantes, a. e.



a. e. / Serie con ajuste estacional y serie de tendencia. La primera se representa con la línea sólida y la segunda con la punteada.

1/ Cálculos a partir de las cifras de la ENOE, ETOE de abril a junio de 2020 y de la ENOE^N, INEGI.

2/ A precios de la segunda quincena de julio de 2018.

Fuente: a) Elaboración de Banco de México con información de la Encuesta Nacional de Ocupación y Empleo (ENOE), INEGI. b) Encuesta Nacional sobre la Confianza del Consumidor (ENCO), INEGI y Banco de México. c) Banco de México e INEGI.

Recuadro 1. Flujos de Divisas a México y Medidas de Acompañamiento a Migrantes y sus Familias

1. Introducción

Los ingresos por remesas y por turismo representan un flujo importante de divisas a nuestro país. En particular, las remesas que envían las personas mexicanas residentes en otros países, especialmente en Estados Unidos, representan una parte importante del ingreso de muchos hogares mexicanos que les permite cubrir o complementar diversas necesidades como alimentación, educación y vivienda, en tanto que muchas otras familias dependen de los ingresos generados por la actividad turística en el país.

Como se muestra en este Recuadro, casi la totalidad de las remesas que se envían a México se transfieren por medios electrónicos a través de las diferentes opciones que el mercado ofrece. Sin embargo, una fracción se entrega directamente en efectivo y en especie. Esto último puede suceder cuando las personas migrantes aprovechan sus viajes al país para visitar a sus familiares. Asimismo, hay turistas internacionales que visitan México y traen consigo dólares en efectivo que utilizan para pagar bienes y servicios, tales como propinas, compra de artesanías y diversas actividades vinculadas al turismo.

Por lo tanto, es crucial contar con alternativas de cambio de divisas en los puntos de internación y en lugares donde habitan las familias receptoras de remesas, así como en los municipios donde las actividades turísticas representan una fuente de ingresos importante. En general, en el país hay una cobertura de servicios financieros capaz de llevar a cabo el cambio de divisas, si bien existen áreas de oportunidad para ampliar los servicios financieros en localidades receptoras de remesas en efectivo y de afluencia de turismo internacional. Lo anterior en un marco en el que las instituciones financieras atiendan la demanda de canje, cumpliendo con la regulación vigente.

En este contexto, el Banco de México, junto con la Secretaría de Hacienda y Crédito Público, la Secretaría de Relaciones Exteriores, la Comisión Nacional Bancaria y de Valores, el Banco del Bienestar y la Asociación de Bancos de México, anunció el 8 de febrero de 2021 un conjunto de medidas para reducir los costos y riesgos asociados a las operaciones con divisas en efectivo, y mejorar el tipo de cambio que reciben las personas migrantes y sus familias al enviar remesas. Para ello, se reforzará y ampliará la cobertura de servicios financieros a fin de que los envíos de remesas a territorio nacional sean sencillos, seguros y económicos.

2. Remesas

Las remesas consisten en todas las transferencias corrientes de hogares localizados fuera del país a favor de hogares que residen en territorio nacional, generadas principalmente por la migración de personas a economías extranjeras. Ejemplo de ello son las

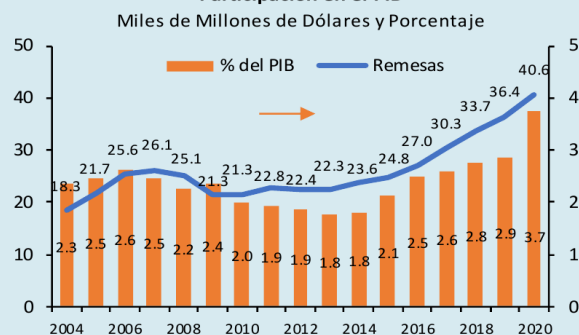
transferencias de dinero realizadas por los migrantes mexicanos residentes en Estados Unidos a nuestro país.

Las personas migrantes mexicanas en Estados Unidos tienen a su alcance una variedad de productos para enviar remesas a México por medio de canales formales, accesibles y seguros. La relativamente elevada población de origen mexicano que habita en los Estados Unidos ha dado lugar a una mayor competencia entre las diversas entidades que ofrecen servicios de remesas desde ese país. Tales entidades comprenden a los bancos, uniones de crédito, oficinas postales, establecimientos comerciales individuales y tiendas de cadena (de alimentos y bebidas, de conveniencia y departamentales) que fungen como operadores independientes o corresponsales de operadores de transferencias de dinero.

Los requisitos para que una persona migrante pueda realizar operaciones con estas entidades dependen del tipo de servicio que se contrate, el monto y la entidad que lo ofrece. No obstante, en general, cualquier migrante, con independencia del estatus legal que mantenga en Estados Unidos, puede contratar este tipo de servicios. Al respecto, conforme a la normatividad federal de ese país en materia de información y documentación que estas entidades deben recabar de sus usuarios y clientes al celebrar sus operaciones,¹ se permite la presentación de documentos oficiales emitidos por autoridades gubernamentales extranjeras, principalmente el pasaporte y la matrícula consular.

Desde 2014, los ingresos por remesas presentan un crecimiento sostenido, tanto en términos absolutos como en porcentaje del PIB. En efecto, mientras que en 2014 estos representaron 1.8% del PIB, se estima que en 2020 estos se habrían ubicado en 3.7% del PIB, alcanzando un máximo histórico y mostrando resiliencia en el contexto de la pandemia del COVID-19 durante este último año (Gráfica 1).²

Gráfica 1
Monto Total de Remesas Recibidas en México y su Participación en el PIB



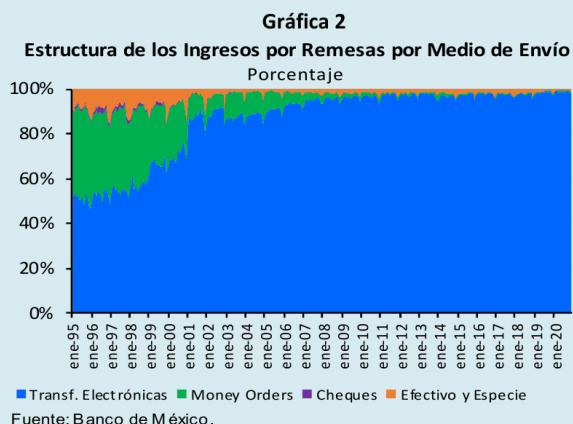
Fuente: Banco de México.

¹ Véase el Código de Regulaciones Federales de EUA, Título 31, Subtítulo B, Capítulo X, Subparte B, secciones 1010.220 y 1010.312, y demás relativas aplicables a los tipos particulares de instituciones financieras en dicho Capítulo.

² El Recuadro 2, Remesas en las Entidades Federativas de México en el Contexto de la Pandemia de COVID-19, Reporte sobre las Economías Regionales, Abril – Junio 2020, aporta mayor información sobre la dinámica reciente de las remesas provenientes del exterior.

2.1. Medios de envío de remesas

La metodología de cálculo para generar la estadística de remesas en México que publica el Banco de México consiste en sumar los montos que se reciben por vía electrónica y los que se entregan directamente en efectivo y especie. La información de remesas por vía electrónica (incluyendo *money orders*) se obtiene de los reportes de las operaciones de remesas que los participantes en el negocio de transferencias de fondos del exterior (empresas remesadoras y bancos) entregan al Banco de México.³ Esta información incluye las remesas que son enviadas y recibidas en efectivo, en pesos, a través de empresas remesadoras, bancos o intermediarios (tiendas, farmacias, etc.). Por su parte, la información de transferencias en efectivo o en especie realizadas por residentes al exterior cuando visitan México (denominadas remesas directas), se obtiene de una encuesta realizada a residentes del exterior cuando visitan a familiares y amigos en México.⁴ Dicha encuesta estuvo a cargo del Banco de México hasta julio de 2018. A partir de agosto de 2018, el INEGI asumió la responsabilidad del levantamiento y procesamiento de la información.



En los años más recientes, las transferencias electrónicas han representado cerca del 99% del total de remesas recibidas en México (Gráfica 2). De hecho, la participación de las remesas directas en el total se ha venido reduciendo a lo largo de los últimos años. En efecto, mientras que en 1995 las remesas directas representaban alrededor del 8.1% del total de los ingresos por remesas, en 2020 fueron el 0.7%. Cabe notar que en 2019 la remesa directa promedio entre quienes declararon solo entregar efectivo fue de 183 dólares (Cuadro 1). Entre los que indicaron entregar remesas en efectivo y en especie el monto en efectivo fue de 162 dólares.

³ El 24 de julio de 2012, el Banco de México emitió las nuevas "Reglas a las que deben sujetarse las instituciones de crédito y las empresas que presten el servicio de transferencias de fondos de manera profesional". https://www.dof.gob.mx/nota_detalle.php?codigo=5260748&fecha=24/07/2012

⁴ En particular, se pregunta al visitante el monto de las remesas que entrega en efectivo directamente al beneficiario o el valor asociado cuando la remesa fue en especie. Esta encuesta es levantada en los principales puntos de internación terrestre y aérea del país. En específico, esta encuesta utiliza un muestreo multi-etápico estratificado, donde la unidad básica de muestreo es el grupo de visitantes provenientes del exterior, que puede consistir en una o más personas

Cuadro 1
Valor de la Remesa Promedio Directa, 2019
Dólares

	Efectivo	Especie	Total
Efectivo y Especie	162	106	268
Solo Efectivo	183	—	183
Solo Especie	—	136	136
Total	—	—	179

Fuente: Banco de México con información de INEGI.

Así, con base en la información desagregada para 2019, se estima que en ese año del total de las remesas directas cerca del 58% fueron en efectivo y el restante en especie, lo que implica un monto de 217 millones de dólares de remesas en efectivo para el año de referencia (Cuadro 2). Suponiendo que esa proporción se mantuvo en 2020, se estima que las remesas directas en efectivo podrían haber sido de 160 millones de dólares en ese año, cifra menor que la de años anteriores, como reflejo de la menor movilidad internacional ante la emergencia sanitaria.

Cuadro 2
Ingresos por Remesas
Millones de Dólares

	Total	Remesas Directas ^{1/}			Porcentaje Respecto del Ingreso Total de Remesas		
		Total	Efectivo	Especie	Total	Efectivo	Especie
2017	30,291	547	212	335	1.81	0.70	1.11
2018	33,677	596	219	376	1.77	0.65	1.12
2019	36,439	374	217	157	1.03	0.59	0.43
2020	40,607	277	160	116	0.68	0.40	0.29

^{1/} No se cuenta con información para desagregar las remesas de 2020 entre efectivo y especie, por lo que se utilizó la misma proporción que en 2019 cuando el 57.96% fueron en efectivo.

Fuente: Banco de México con información de Banco de México e INEGI.

2.2. Infraestructura para el cobro de remesas

El cobro de remesas electrónicas se puede hacer en distintos tipos de establecimientos, tanto en sucursales de la banca como en otras instituciones financieras, o en corresponsales que incluyen tiendas de conveniencia, farmacias y la red de Telecomm.

Desde un punto de vista geográfico, la presencia de instituciones del sistema financiero a lo largo del territorio nacional contribuye a que los hogares de migrantes puedan tener acceso a distintos productos financieros o puntos de cambio de divisas. De los más de 2,450 municipios en México,⁵ la información de la Comisión Nacional Bancaria y de Valores (CNBV) indica que 1,022 cuentan con al menos una sucursal de la banca comercial o de la banca de

y que tiene como característica principal la condición de constituir una unidad de gasto. La unidad de muestreo se selecciona en forma aleatoria. La estratificación adoptada es por puertos de entrada y salida: aeropuertos internacionales o ciudades fronterizas. Los ponderadores para cada cuestionario se obtienen a partir de la Estadística Migratoria sobre el número de personas que entraron y que salieron del país en cada una de las categorías migratorias. Los criterios muestrales establecidos para la estimación de las remesas directas garantizan la representatividad nacional de los resultados.

⁵ De acuerdo con información del INEGI, en México hay 2,469 municipios (2,456 en el Censo de Población 2010). A partir de la información de la CNBV, es posible hacer la geolocalización sobre infraestructura financiera para 2,457 municipios.

desarrollo, donde habita el 89.5% de la población del país. La presencia de sociedades cooperativas de ahorro y préstamo (socaps) y sociedades financieras populares (sofipos) complementa a las sucursales de la banca comercial y de desarrollo, de modo que al incluirlas la cobertura de cuando menos un tipo de institución financiera se incrementa a 1,241 municipios (donde habita el 92.1% de la población; Gráfica 3). Si además se consideran los corresponsales, tales como tiendas de conveniencia y farmacias, la cobertura se incrementa a 1,759 municipios (97.4% de la población). Finalmente, sumar a la red de Telecomm implica una cobertura de 1,853 municipios (donde habita el 98.0% de la población).

Gráfica 3

Indicadores de Inclusión Financiera: Sucursales por Municipio, 2020^{1/}

Banca comercial, banca de desarrollo, socaps y sofipos^{2/}



1/ Información a Junio 2020.

2/ Sociedades cooperativas de ahorro y préstamo (socaps) y sociedades financieras populares (sofipos).

Fuente: Elaboración de Banco de México con información de la Comisión Nacional Bancaria y de Valores.

Es importante enfatizar que, en general, los municipios con alta recepción de remesas cuentan con la presencia de al menos una sucursal. Así, es posible que si las personas migrantes traen dólares en efectivo exista cierta infraestructura para su cambio a pesos, tanto en los puntos de entrada como en el camino a su destino. Sin embargo, la presencia de instituciones financieras no garantiza que estas ofrezcan el servicio de cambio de divisas en efectivo, aunque sí es informativo respecto de la disponibilidad de la infraestructura que podría usarse para expandir dichos servicios. Además, en algunos municipios con una menor recepción de remesas, pero con una mayor presencia de hogares con migrantes, se aprecia una menor cobertura del sistema financiero. En particular, existen algunos municipios en estados como Oaxaca y Puebla, así como algunos en el noroeste de la República, que reportan mayores niveles de migración, pero una menor disponibilidad de sucursales de instituciones financieras (Gráfica 4). En estas regiones en particular se requiere encaminar esfuerzos para que los migrantes y sus familias accedan a infraestructura para el cambio de divisas que garanticen un servicio seguro, competitivo y digno.

Gráfica 4

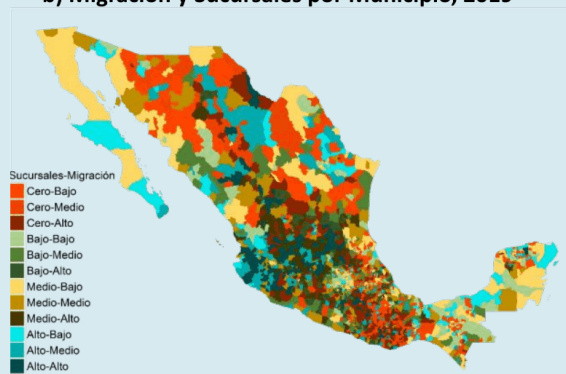
a) Remesas y Sucursales por Municipio, 2019^{1/}



1/ "Sucursales" incluye sucursales de banca comercial, banca de desarrollo, sociedades cooperativas de ahorro y préstamo (socaps) y sociedades financieras populares (sofipos).

Fuente: Elaboración de Banco de México con información de Banco de México y la Comisión Nacional Bancaria y de Valores.

b) Migración y Sucursales por Municipio, 2019^{1/}



1/ "Sucursales" incluye sucursales de banca comercial, banca de desarrollo, sociedades cooperativas de ahorro y préstamo (socaps) y sociedades financieras populares (sofipos).

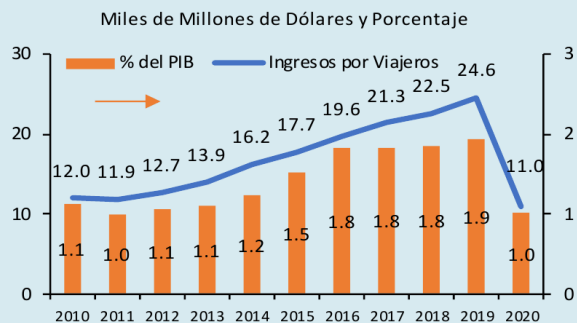
Fuente: Elaboración de Banco de México con información de Banco de México y la Comisión Nacional Bancaria y de Valores.

3. Viajeros internacionales

Para el sector turismo, incluyendo tanto a los viajeros internacionales como a quienes prestan servicios turísticos, también es importante contar con alternativas para el intercambio de divisas y acceso a cajeros automáticos. Los viajeros internacionales incluyen tanto a los visitantes por turismo de placer o de negocios como a los que realizan un viaje para visitar a sus familiares en el país.

Si bien desde 2012 los ingresos por viajeros internacionales habían mostrado un dinamismo importante, con la crisis sanitaria y las medidas adoptadas por los gobiernos para mitigar su propagación, los viajes a nivel mundial se han visto severamente limitados. Así, desde abril de 2020 el número de visitantes internacionales que vienen a México ha permanecido en niveles bajos (Gráfica 5).

Gráfica 5
Ingresos por Viajeros Internacionales y su Participación en el PIB

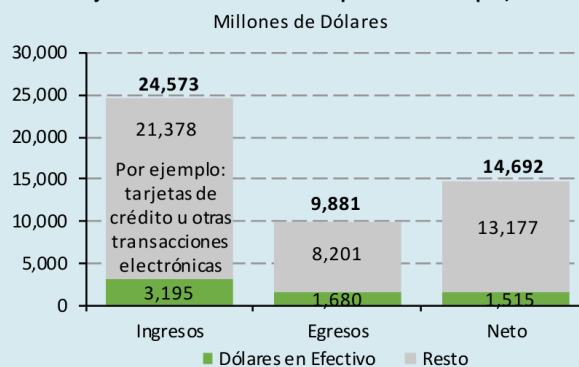


Fuente: Banco de México e INEGI.

En el caso de las divisas provenientes de las actividades turísticas, se estima que en 2019 la entrada de dólares en efectivo por viajeros internacionales pudiera haber ascendido a 3,195 millones de dólares, equivalente al 17% de los ingresos por viajeros internacionales (Gráfica 6).⁶ Parte de estos dólares posiblemente son exportados por viajeros hacia el exterior, por lo que es necesario realizar un cálculo de los dólares en efectivo que podrían llevar consigo. Para ello se supone que todos los viajeros hacia el exterior llevan dólares y que, de manera análoga al caso de los ingresos, el 17% se realiza en efectivo. De este modo, se estima que del total de egresos por viajeros internacionales de 9,881 millones de dólares en 2019 pudieran haberse llevado al exterior 1,680 millones de dólares en efectivo.⁷ De este modo, con la estimación de egresos e ingresos de dólares en efectivo se calcula una entrada neta de dólares en efectivo por concepto de viajeros internacionales de 1,515 millones de dólares en 2019.⁸

⁶ Esta estimación considera que, de acuerdo con información de la U.S. National Travel and Tourism Office (NTTO), en 2016 los turistas estadounidenses pagaron en promedio el 17% de sus gastos con dólares en efectivo. Adicionalmente, supone que el gasto en dólares en efectivo se concentra en los turistas de internación estadounidenses, los viajeros fronterizos y los excursionistas en cruceros, de modo que no se incluyen en el cálculo los turistas de internación de países distintos a Estados Unidos, quienes posiblemente utilicen otras divisas. Así, los viajeros que se consideran en el análisis conjuntamente contabilizaron 18,794 de los 24,573 millones de dólares de ingresos totales por concepto de viajeros internacionales en 2019. El 17% de los 18,794 millones de dólares equivale a 3,195 millones de dólares. Para dar una mayor sensibilidad, se puede suponer un porcentaje de 25%, en caso de que el gasto en efectivo en ciertos destinos sea

Gráfica 6
Ingresos y Egresos por Viajeros Internacionales y Estimación de Flujos en Efectivo en Dólares por este Concepto, 2019



Fuente: Estimación de Banco de México.

3.1. Municipios turísticos

Con información de la Secretaría de Turismo, se identificaron 215 municipios de actividad turística, tanto nacional como internacional, que comprenden 132 Pueblos Mágicos y 70 corredores turísticos seleccionados, que incluyen destinos de playa. De estos 215 municipios, 188 cuentan con al menos una sucursal de banca comercial o de desarrollo. Al considerar además a las socaps, sofipos y cajeros automáticos, el número de municipios aumenta a 211 (el 98.1% de estos municipios; Gráfica 7).⁹

superior, y un porcentaje menor de 10%, en caso de que el gasto sea inferior, quizá por la expansión de alternativas de pagos electrónicos en años recientes o por un mayor uso de paquetes todo pagado. Bajo estos supuestos, el monto en dólares se encontraría entre 1,879 y 4,699 millones de dólares.

⁷ Con los supuestos de 10% y 25% de gasto en efectivo, la salida de dólares sería de 988 y 2,470 millones de dólares, respectivamente.

⁸ Con los supuestos de 10% y 25% de gasto en efectivo, esta cifra estaría en un rango de entre 891 y 2,229 millones de dólares.

⁹ Al incluir a los corresponsales, el número de municipios cubiertos es de 211, al agregar la presencia de sucursales de Telecomm aumenta el número a 212 municipios con cobertura.

Gráfica 7

Indicadores de Inclusión Financiera: Sucursales por Municipio en Puntos Turísticos, 2020^{1/}
 Banca comercial, banca de desarrollo, socaps, sofipos y cajeros automáticos^{2/}



1/ Información de Sucursales a Junio 2020. Los Puntos Turísticos incluyen 215 municipios: 132 Pueblos mágicos y 70 corredores turísticos seleccionados.

2/ Sociedades cooperativas de ahorro y préstamo (socaps) y sociedades financieras populares (sofipos).

Fuente: Elaboración de Banco de México con información de la Comisión Nacional Bancaria y de Valores.

Gráfica 8

Indicadores de Inclusión Financiera: Municipios en los que se justifica económicamente la recepción de dólares en efectivo y Puntos Turísticos^{1/}



1/ Incluye 215 municipios: 132 Pueblos mágicos y 70 corredores turísticos seleccionados.

Fuente: Elaboración de Banco de México con información de la Comisión Nacional Bancaria y de Valores y SECTUR.

3.2. Municipios autorizados

Aunado a lo anterior, la regulación en materia de prevención de lavado de dinero ha establecido que las instituciones de crédito pueden aceptar dólares en efectivo de personas morales que se encuentren ubicadas en municipios autorizados en los que económicamente se justifique en función del alto flujo de personas físicas extranjeras y de su actividad económica, tales como destinos turísticos y municipios de la frontera norte (Gráfica 8). En estos municipios es posible contar con establecimientos comisionistas que pueden recibir dólares en efectivo como medio de pago para la adquisición de bienes y servicios, así como comisionistas hoteleros que pueden cambiar divisas a sus huéspedes, manteniendo en todos los casos los requisitos y límites establecidos.

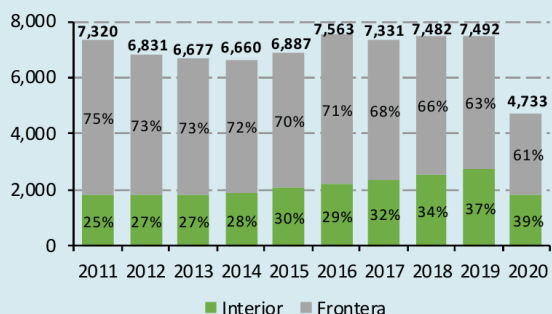
En general, los municipios autorizados corresponden a los de la frontera norte y los destinos turísticos. Sin embargo, algunos municipios turísticos no cuentan con esta autorización –si bien no todos atienden al turismo internacional–, por lo que existe un margen para ampliar la atención por parte del sector financiero para ofrecer el servicio de cambio de divisas.

4. Trabajadores fronterizos

Las remuneraciones que reciben las personas residentes mexicanas por el trabajo transfronterizo realizado en Estados Unidos representan otra fuente importante de divisas para la economía mexicana, mostrando un sostenido dinamismo después de la crisis financiera global. Se estima que en 2019 estos ingresos alcanzaron cerca de 2,600 millones de dólares. Si bien estos ingresos han impulsado el comercio de bienes y servicios en la frontera norte del país, es importante notar que este flujo es distinto al de migrantes y de turistas, ya que responde a las características, dinámica y regulación propias de la región, de modo que no puede inferirse que estos recursos son necesariamente ingresados a México en dólares en efectivo. En particular, las personas residentes de la zona fronteriza del lado mexicano tienen la posibilidad de abrir cuentas denominadas en dólares, además de que algunas de ellas, por su estatus migratorio, pueden abrir cuentas en Estados Unidos. Lo anterior facilita la operación con medios financieros, como tarjetas de débito y aplicaciones móviles, e implica menos restricciones para el intercambio de dólares a pesos.

Se estima que en 2019 el 37% de la captación de dólares en efectivo, alrededor de 2,770 millones de dólares se realizó en la zona fronteriza norte (Gráfica 9). Es importante tener presente que este monto incluye aquello que ingresó al país no solo por las remuneraciones de trabajadores en Estados Unidos, sino además por el turismo fronterizo y las remesas en efectivo en la región.

Gráfica 9
Captación de Dólares en Efectivo
 Millones de Dólares



Fuente: Banco de México.

5. Medidas de acompañamiento a migrantes y sus familias

Con base en lo antes expuesto, la cobertura de servicios financieros a lo largo del país para atender la necesidad de cambio de divisas de familias receptoras de remesas y del sector turístico es extensa. No obstante, algunos municipios carecen de infraestructura mínima, por lo que existen áreas de oportunidad para incrementar dicha cobertura. Como se comentó, la presencia de instituciones financieras no garantiza la disponibilidad de servicios como el cambio de dólares en efectivo, lo que podría explicarse por una falta de demanda o por una falta de oferta, o bien asociada a los costos de proveer esos servicios. Por ello, para mejorar la atención a esta población, se cuenta con la posibilidad de introducir nuevas alternativas de productos financieros, así como de reforzar la infraestructura de atención que permita el intercambio de divisas a quienes reciben remesas o ingresos por turismo en dólares en efectivo.

En este contexto, el Banco de México, junto con la Secretaría de Hacienda y Crédito Público, la Secretaría de Relaciones Exteriores, la Comisión Nacional Bancaria y de Valores, el Banco del Bienestar y la Asociación de Bancos de México, anunciaron un conjunto de medidas para reducir los costos y riesgos asociados a las operaciones con divisas en efectivo, y mejorar el tipo de cambio que reciben las personas migrantes y sus familias al enviar remesas. Para ello, se fortalecerá y ampliará la cobertura de servicios financieros a fin de que los envíos de remesas a territorio nacional sean sencillos, seguros y económicos.

Las medidas que se implementarán se resumen a continuación. Se enumeran, primero, las acciones que atienden directamente los servicios financieros disponibles a las personas migrantes, y, después, las medidas dirigidas hacia el marco regulatorio y operativo del sistema financiero.

5.1. Acciones directas para personas migrantes

El primer conjunto de medidas busca reducir directamente los costos y riesgos que enfrentan las personas migrantes y sus familias para acceder a los servicios financieros que demandan. Las personas migrantes y sus familias podrán:

- a) Abrir cuentas en el Banco del Bienestar desde Estados Unidos. Las cuentas se podrán abrir por internet usando un

correo electrónico y la imagen de la matrícula consular. Estas cuentas incluirán una tarjeta de débito internacional, que se entregará en las Ventanillas de Asesoría Financiera de los consulados mexicanos en aquel país. Las cuentas permitirán a los migrantes acceder a los servicios que el Banco del Bienestar ya ofrece a sus usuarios, incluyendo la posibilidad de recibir remesas y cambiar dólares en efectivo en su red de sucursales en México.

- b) Abrir cuentas en bancos de manera remota y digital, usando la matrícula consular o el pasaporte. Estas cuentas ofrecerán a los usuarios los tipos de cambio más favorables del día. Ello disminuirá la disparidad en los tipos de cambio que pueden obtener las personas migrantes y sus familias en las diversas regiones del país. Al igual que la medida anterior, al hacer transferencias electrónicas las personas migrantes podrán aprovechar los tipos de cambio preferenciales cuando envíen remesas.
- c) Comprar tarjetas prepagadas denominadas en pesos en los puntos de entrada al país. Estas serán emitidas por los bancos nacionales para realizar pagos en México. Además, esta medida puede otorgar a los turistas un mayor sentido de seguridad en sus viajes.
- d) Cambiar dólares por pesos en sucursales bancarias en los puntos de entrada terrestre al país, donde los migrantes tramitan la internación temporal de vehículos particulares.
- e) Contar con la certeza de que pueden presentar consultas y reclamaciones a través de las unidades de atención de las instituciones financieras.
- f) Consultar los productos financieros a su alcance por medio de un sitio web y un aplicativo (*app*) que el Banco de México creará. El aplicativo también permitirá al usuario conocer dónde se ubican los centros de canje de divisas y las sucursales bancarias cercanas. De la misma manera, la Asociación de Bancos de México operará un programa de difusión para que los migrantes conozcan los servicios financieros dirigidos a ellos.

5.2. Modificaciones al marco regulatorio y operativo

Como soporte a las acciones directamente relacionadas con los servicios financieros que tienen disponibles las personas migrantes y sus familias, se llevarán a cabo las siguientes modificaciones al marco regulatorio y operativo del sistema financiero:

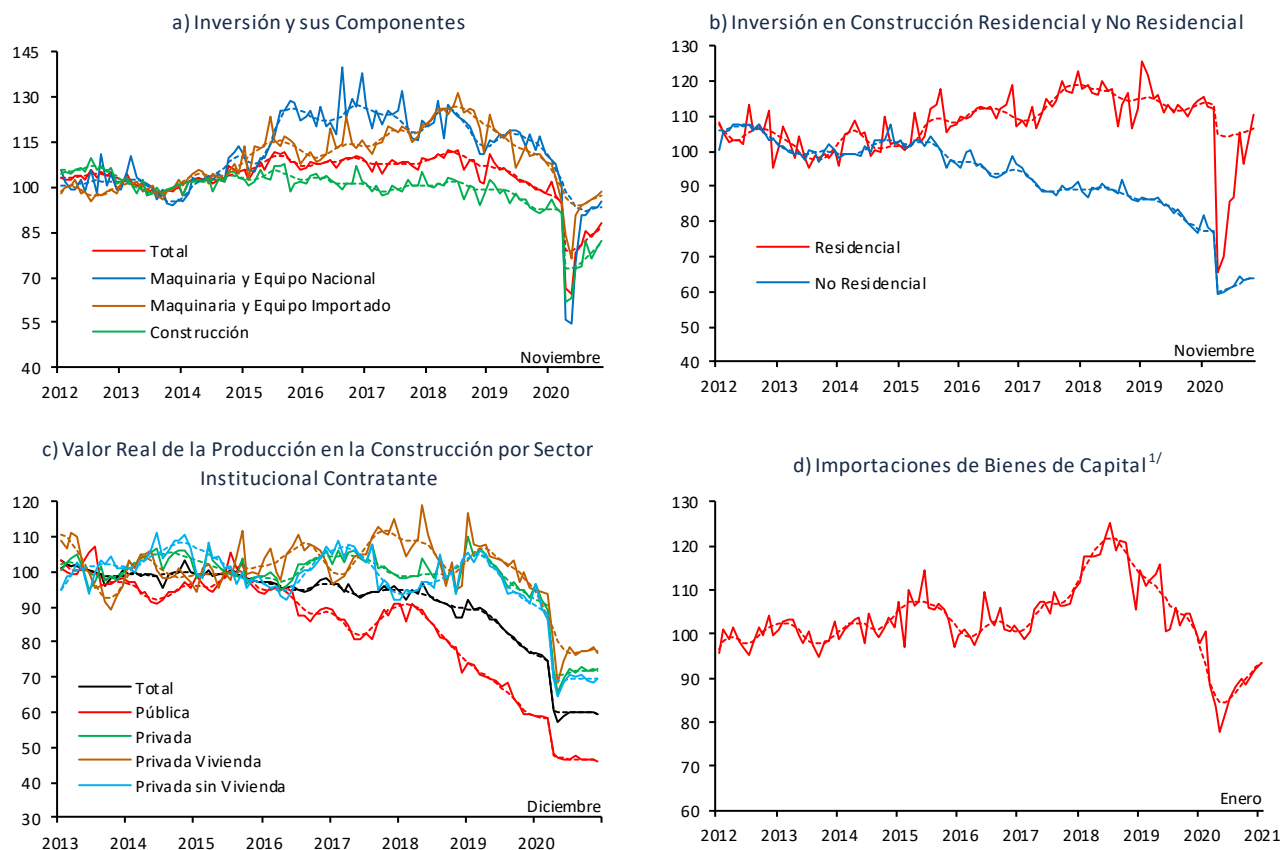
- a) La SHCP y CNBV establecerán las regulaciones correspondientes para que las instituciones de crédito puedan identificar y perfilar a clientes y usuarios migrantes usando pasaportes y matrículas consulares.
- b) El Banco de México desarrollará y operará una plataforma tecnológica para que las instituciones financieras registren y perfilen a sus usuarios migrantes.
- c) El Banco de México establecerá la regulación conforme a la cual las instituciones de crédito podrán emitir tarjetas prepagadas denominadas en pesos a quienes ingresen al territorio nacional.

- | | |
|--|---|
| <p>d) La SHCP ampliará la lista de municipios en donde las instituciones de crédito están autorizadas para manejar dólares en efectivo. Algunos municipios turísticos podrían beneficiarse de esta medida. En el mismo sentido, la Asociación de Bancos de México implementará un plan para acelerar la apertura de cajeros, sucursales, y corresponsales bancarios en los municipios que no los tienen.</p> | <p>e) El Banco de México ofrecerá, en los términos y condiciones que determine, financiamiento contingente garantizado a las instituciones de crédito que tengan dificultades justificadas para repatriar dólares en efectivo.</p> <p>f) El Banco de México establecerá disposiciones de carácter general para agilizar la incorporación al sistema financiero de divisas extranjeras bajo la administración del Instituto para Devolver al Pueblo lo Robado (INDEP).</p> |
|--|---|

En octubre y noviembre de 2020, la inversión fija bruta continuó recuperándose a un ritmo lento, ubicándose aún muy por debajo de los niveles reportados a principios de ese año (Gráfica 29a). A su interior, tanto la inversión en construcción como en maquinaria y equipo siguieron reactivándose gradualmente, si bien persiste incertidumbre respecto a su evolución para el resto del trimestre. En particular:

- i. En el periodo octubre – noviembre de 2020, el gasto de inversión en construcción, tanto residencial como no residencial, siguió recuperándose del deterioro ocasionado por la pandemia, aunque destaca la marcada debilidad del componente no residencial. En noviembre la construcción residencial se ubicó alrededor de 2.2% por debajo de los niveles registrados previo a la emergencia sanitaria, mientras que el rubro no residencial se ubicó en niveles inferiores en 18.5%, a pesar de que dicha industria fue clasificada como esencial desde mediados de mayo (Gráfica 29b). Por sector institucional contratante, en el cuarto trimestre de 2020 la construcción solicitada por el sector privado exhibió una contracción, derivada de una reducción de la construcción sin vivienda, toda vez que la edificación de vivienda continuó mejorando moderadamente. Por su parte, la obra contratada por el sector público siguió sin mostrar señales de reactivación, permaneciendo más de 20% por debajo de su nivel de febrero de 2020 (Gráfica 29c).
- ii. En el bimestre octubre – noviembre de 2020, la inversión tanto en equipo de transporte como en el resto de la maquinaria y equipo continuó reactivándose, aunque a un ritmo más moderado que el observado en el tercer trimestre, ubicándose ambos componentes por debajo de los valores observados a inicios del año pasado. Indicadores relacionados con este agregado, tales como las importaciones de bienes de capital, sugieren que la lenta recuperación de estos rubros podría haber persistido en diciembre (Gráfica 29d).

Gráfica 29
Indicadores de Inversión
Índice 2013=100, a. e.



a. e. / Serie con ajuste estacional y serie de tendencia. La primera se representa con la línea sólida y la segunda con la punteada.

^{1/} A partir de cifras en dólares corrientes.

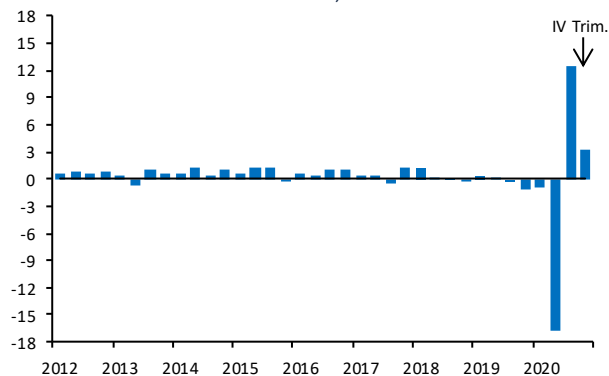
Fuente: a) y b) Sistema de Cuentas Nacionales de México (SCNM), INEGI. c) Elaboración de Banco de México con información de la Encuesta Nacional de Empresas Constructoras (ENEC), INEGI. Desestacionalización de Banco de México, excepto para la serie del total. d) Fuente: Banco de México con base en PMI Comercio Internacional, S.A. de C.V., SAT, SE, Banco de México e INEGI. Balanza Comercial de Mercancías de México. SNIEG. Información de Interés Nacional.

Por el lado de la producción, en el cuarto trimestre de 2020 la actividad económica continuó recuperándose de las afectaciones causadas por la pandemia y de las medidas para contenerla, aunque a un ritmo notoriamente más moderado que el observado el trimestre previo. En el cuarto trimestre de 2020, el PIB presentó un crecimiento trimestral desestacionalizado de 3.26% (disminución anual de

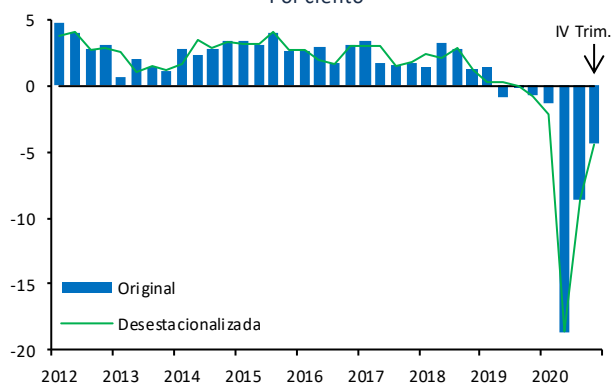
4.3% con datos originales y de 4.5% en términos desestacionalizados), luego de registrar variaciones respectivas de -16.82 y 12.40% en el segundo y tercer trimestres de 2020 (Gráfica 30). Así, para 2020 en su conjunto este indicador mostró una contracción anual de 8.2% con datos originales (disminución de 8.5% en términos desestacionalizados),⁹ luego de un descenso anual de 0.1% en 2019.

⁹ La caída anual en términos desestacionalizados es mayor a la calculada con cifras originales toda vez que remueve el efecto positivo para la tasa de crecimiento del hecho de que 2020 fue año bisiesto.

Gráfica 30
Producto Interno Bruto
 a) Variaciones Trimestrales
 Por ciento, a. e.



b) Variaciones Anuales
 Por ciento



a. e. / Serie con ajuste estacional.

Fuente: Sistema de Cuentas Nacionales de México (SCNM), INEGI.

En el cuarto trimestre de 2020 la actividad industrial continuó aumentando, aunque a un ritmo más lento que el del tercero, situándose al cierre de ese año 3.5% por debajo del nivel de febrero. Las actividades terciarias también siguieron recuperándose, aunque a un ritmo moderado y heterogéneo entre sus subsectores, ubicándose en diciembre aún en un nivel inferior en 4.1% al previo a la pandemia (Gráficas 31 y 32a). La desaceleración de la actividad en el cuarto trimestre reflejó, en parte, la implementación en diciembre de 2020 de medidas más restrictivas en ciertas regiones del país para hacer frente al repunte en los contagios de COVID-19.

i. A lo largo del cuarto trimestre de 2020, la producción manufacturera mostró una importante pérdida de dinamismo, si bien ya se ubica en niveles similares a los observados en febrero. A su interior, la mayoría de los subsectores han continuado recuperándose,

destacando el desempeño del subsector de fabricación de equipo de transporte. Al interior de este último, al cierre de 2020 la producción de vehículos ligeros continuó mostrando una moderada recuperación y se situó en un nivel similar a los reportados antes de la crisis sanitaria. No obstante, en enero de 2021 dicho indicador registró una significativa reducción mensual asociada, en parte, con paros técnicos en algunas armadoras instaladas en México ante la escasez global de semiconductores, la cual parecería haberse agudizado en febrero y podría persistir por varios meses, afectando el dinamismo de este sector (Gráficas 32b y 32c). En cuanto al rubro de manufacturas sin equipo de transporte, la mayoría de los subsectores que integran este agregado exhibieron crecimientos en el trimestre de referencia, sobresaliendo las contribuciones de las industrias metálicas básicas, de la fabricación de maquinaria y equipo y de la industria alimentaria.

ii. En el cuarto trimestre de 2020 en su conjunto el agregado de construcción creció, si bien en diciembre se contrajo considerablemente y continuó ubicándose muy por debajo de los registros previos a la pandemia (Gráfica 32d). La mayor parte de la recuperación en el trimestre se originó, principalmente, por el desempeño de la edificación, aunque también contribuyeron los trabajos especializados. En contraste, las obras de ingeniería civil siguieron sin mostrar señales de reactivación y permanecieron en niveles especialmente bajos.

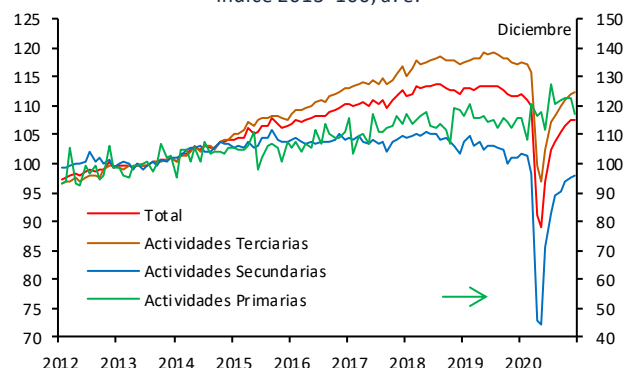
iii. En cuanto a la minería, en el trimestre octubre – diciembre el agregado del sector mantuvo un débil desempeño como reflejo de la atonía del rubro de extracción de petróleo y gas, así como de la profundización de la trayectoria a la baja que han seguido exhibiendo los servicios relacionados con la minería. En contraste, el subsector de minerales metálicos y no metálicos siguió expandiéndose e incluso se situó en niveles superiores a los observados previo a la pandemia (Gráficas 32e y 32f).

- iv. Respecto de las actividades terciarias, luego de la reactivación inicial y generalizada registrada al cierre del tercer trimestre, en el periodo octubre – diciembre se presentó una desaceleración, incluso con caídas en el margen de algunos de sus componentes. En particular, en ese periodo destacaron las contribuciones positivas de los servicios de transporte e información en medios masivos, y del comercio al por mayor y al por menor. En contraste, las actividades de gobierno y los servicios profesionales y de apoyo a los negocios se contrajeron. Por su parte, sobresale la lenta reactivación de los servicios de alojamiento temporal y preparación de alimentos, y de los servicios de esparcimiento, que continúan en niveles especialmente bajos (Gráficas 33 y 34).
- v. Finalmente, en el cuarto trimestre de 2020 las actividades primarias exhibieron una reducción respecto al trimestre previo, aunque continuaron ubicándose en niveles elevados. La disminución de las actividades primarias en el periodo octubre – diciembre de 2020 con cifras ajustadas por estacionalidad fue resultado de la combinación de menores superficies sembradas para los ciclos primavera – verano y otoño – invierno, así como de retrocesos en la producción de cultivos como uva, sorgo en grano, manzana, aguacate, algodón y frijol.

Como se mencionó en Informes anteriores, la dinámica de la economía observada en 2020 difiere de otros episodios recesivos que el país ha

enfrentado, toda vez que se derivó de una emergencia sanitaria y de las medidas adoptadas para hacerle frente. Ello condujo a la mayor contracción del PIB registrada desde 1932 (Gráfica 35). Además, su comparación con otros episodios de recesión desde 1980 muestra que la caída del producto fue más súbita y profunda (Gráfica 36), si bien también podría mostrar una recuperación más acelerada en la medida en que la pandemia se controle y se eviten efectos negativos de largo plazo en la economía. No obstante, dicha recuperación dependerá de las condiciones de oferta y demanda que prevalezcan, las cuales podrían diferir a nivel sectorial. En ese sentido, el Recuadro 2 muestra la heterogeneidad de los choques de oferta y demanda que prevalecían a finales de 2020, los cuales podrían conducir a una recuperación a un ritmo diferenciado entre los sectores de actividad.

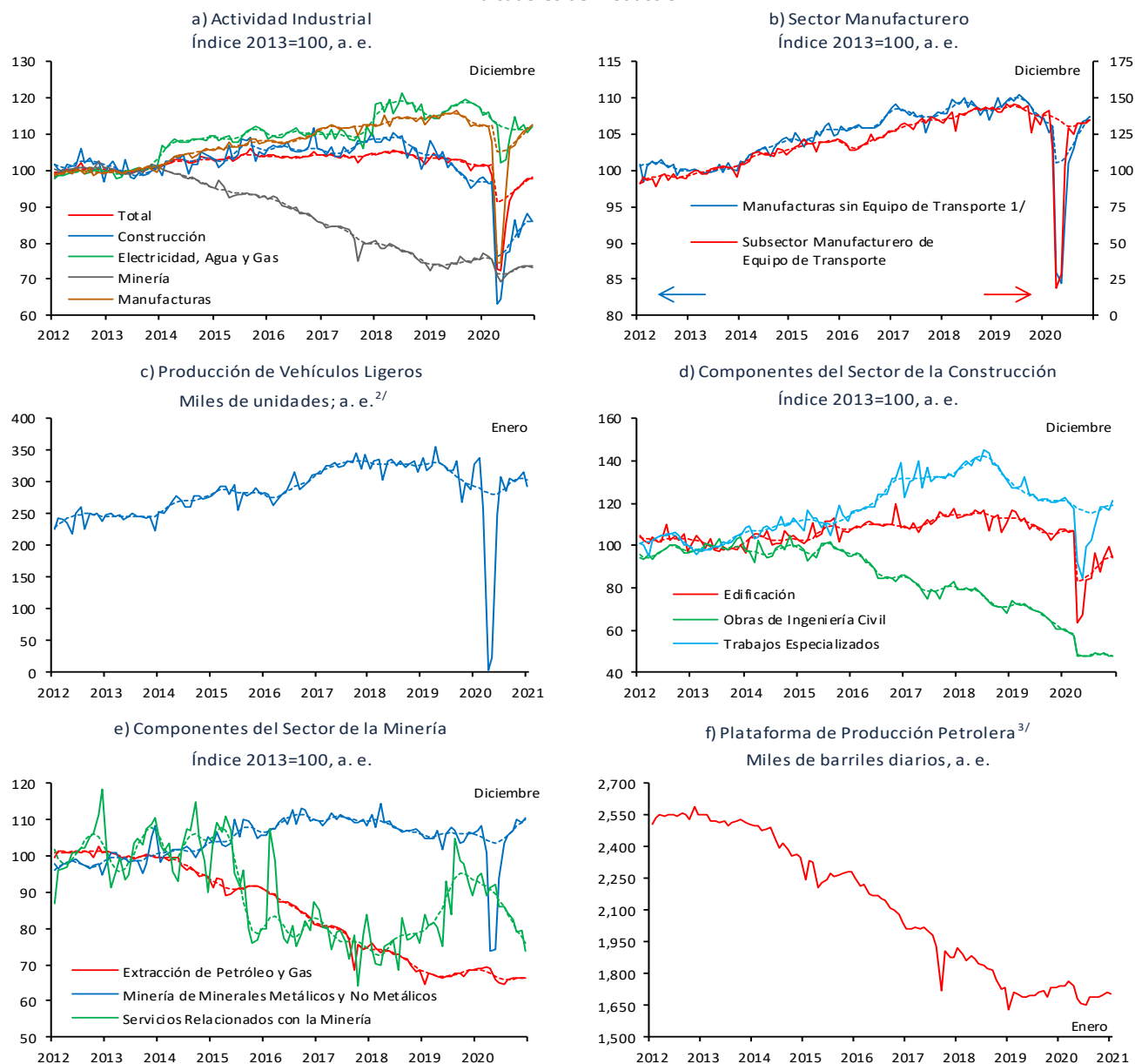
Gráfica 31
Indicador Global de la Actividad Económica
 Índice 2013=100, a. e.



a. e. / Serie con ajuste estacional.

Fuente: Sistema de Cuentas Nacionales de México (SCNM), INEGI.

Gráfica 32
Indicadores de Producción



a. e. / Serie con ajuste estacional y serie de tendencia. La primera se representa con la línea sólida y la segunda con la punteada.

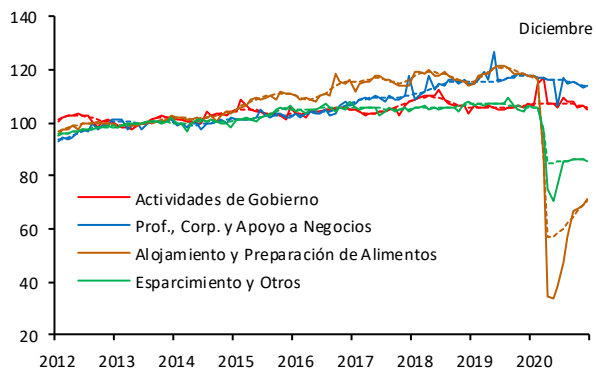
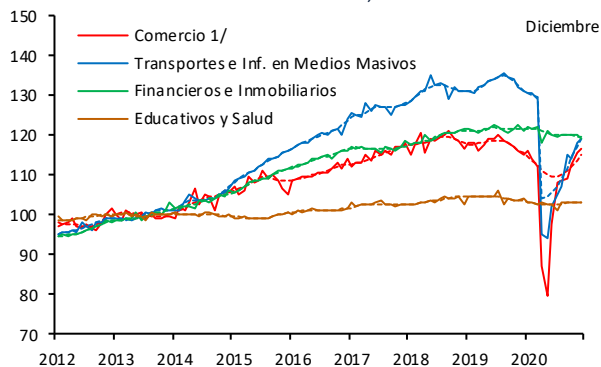
1/ Elaboración y desestacionalización del Banco de México con información de INEGI.

2/ Desestacionalización de Banco de México con datos del Registro Administrativo de la Industria Automotriz de Vehículos Ligeros, INEGI.

3/ Desestacionalización de Banco de México con cifras de la Base de Datos Institucional de Pemex.

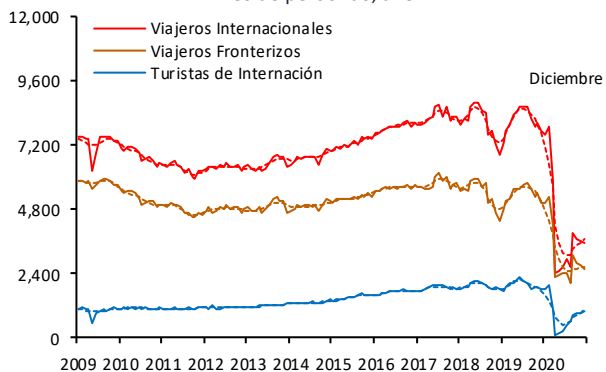
Fuente: Indicador Mensual de la Actividad Industrial, Sistema de Cuentas Nacionales de México (SCNM), Registro Administrativo de la Industria Automotriz de Vehículos Ligeros, INEGI y Pemex.

Gráfica 33
IGAE del Sector Servicios
Índice 2013=100, a. e.



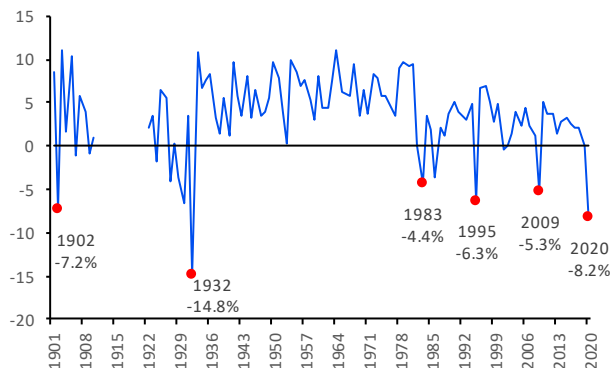
a. e. / Serie con ajuste estacional y serie de tendencia. La primera se representa con la línea sólida y la segunda con la punteada.
 1/ Incluye comercio al por menor y al por mayor.
 Fuente: Sistema de Cuentas Nacionales de México (SCNM), INEGI.

Gráfica 34
Viajeros Internacionales
Miles de personas, a. e.



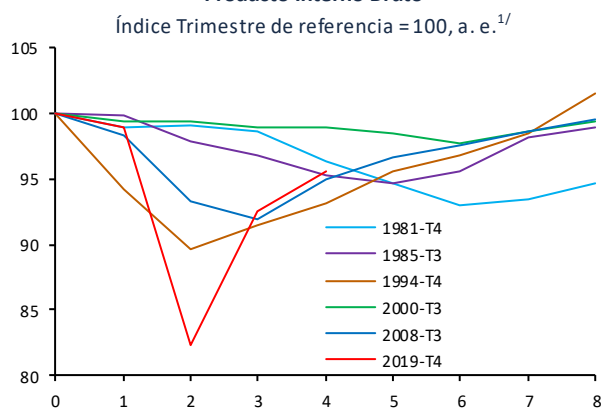
a. e. / Serie con ajuste estacional y serie de tendencia. La primera se representa con la línea sólida y la segunda con la punteada.
 Fuente: Banco de México con información de INEGI y Banco de México.

Gráfica 35
Crecimiento Histórico del Producto Interno Bruto
Tasa de crecimiento anual en por ciento, s. o.^{1/}



s. o. / Series originales.
 1/ Los datos a partir de 1981 corresponden a cifras publicadas por INEGI. Las datos para años anteriores se obtienen de Aparicio (2011). No se cuenta con información para los años de 1911 a 1921, periodo que corresponde a la Revolución Mexicana.
 Fuente: Elaborado por Banco de México con datos del Banco de Información Económica del INEGI y Aparicio Cabrera, Abraham. (2011). "Series estadísticas de la economía mexicana en el siglo XX." UNAM.

Gráfica 36
Producto Interno Bruto
Índice Trimestre de referencia = 100, a. e.^{1/}



a. e. / Serie con ajuste estacional.
 1/ En cada episodio se toma como trimestre 0 el de referencia.
 Fuente: Sistema de Cuentas Nacionales de México (SCNM), INEGI.

Recuadro 2. Impacto de la Pandemia de COVID-19 en la Actividad Económica Sectorial en México y Estados Unidos

1. Introducción

La pandemia de COVID-19 ha implicado choques tanto de oferta como demanda que han ocasionado importantes afectaciones a los diversos sectores de actividad económica, este impacto ha sido diferenciado entre sectores. Por un lado, el confinamiento llevó a las personas a reducir su consumo de determinados bienes y servicios, particularmente de aquellos que requieren mayor proximidad física. Por otro lado, el cierre de actividades clasificadas por las autoridades de salud como no esenciales redujo directamente la oferta de ciertos bienes y servicios, en un contexto en el que también hubo afectaciones en el suministro de insumos importados como consecuencia de las medidas globales para combatir dicha pandemia. A lo anterior deben sumarse los efectos ocasionados por la caída de la actividad económica sobre los ingresos de los hogares y el deterioro del mercado laboral, así como los derivados de las afectaciones en otros países que inciden sobre la demanda externa del país.

Este recuadro busca identificar la contribución de los choques de oferta y demanda sobre la variación en la producción a nivel sectorial mediante la estimación de un VAR con restricciones de signos que permite identificar los choques de oferta y de demanda en dos periodos particulares de 2020.¹ El primero se refiere al periodo de mayor afectación, entre marzo y mayo, ante el confinamiento generalizado de la población y el cierre de actividades catalogadas como no esenciales. El segundo se refiere al periodo de reapertura entre junio y noviembre, en el cual, si bien la pandemia siguió su curso, se relajaron las medidas adoptadas en la fase inicial. Este análisis permite evaluar la reactivación relativa de cada sector hacia finales de 2020, de modo que permite identificar qué sectores aún enfrentan rezagos importantes para su recuperación, ya sea que dichos rezagos sean explicados por una demanda aún baja o por una restricción de oferta todavía presente. La experiencia de México se compara con la de Estados Unidos, país que no solo enfrentó choques similares derivados de la pandemia y de las medidas adoptadas para hacerle frente, sino con el que existe una alta integración comercial y de producción en varios sectores de actividad.

2. Metodología

La metodología utilizada en este recuadro es similar a la presentada en el Recuadro 6 del Informe Trimestral correspondiente a Julio – Septiembre de 2020. Específicamente, se utiliza una metodología de VAR con restricción de signos que permite identificar choques que pueden ser clasificados como de

oferta o de demanda con base en supuestos *a priori* sobre sus efectos en la interacción entre el precio de los bienes o servicios de un sector en particular y un indicador de actividad de dicho sector. Así, se estima una serie de VAR en los que las variables endógenas son los precios y las variables de actividad de los distintos sectores.² La estimación toma la siguiente forma:

$$Y_{i,t} = \beta_{(1)}Y_{i,t-1} + \beta_{(2)}Y_{i,t-2} + \dots + \beta_{(l)}Y_{i,t-l} + u_{i,t}, \quad t=1, \dots, T$$

Donde $Y_{i,t}$ es un vector (2X1) con las variaciones mensuales del índice de precios del sector i y la variación mensual en el indicador de actividad del sector i . $\beta_{(n)}$ son matrices de coeficientes de tamaño (2x2) y $u_{i,t}$ es un vector de residuales con matriz de varianza-covarianza igual a Σ .

Para homologar la especificación de los VAR para los distintos sectores analizados, se utiliza una estructura de un solo rezago. Para la identificación de choques de oferta y demanda se sigue el enfoque agnóstico propuesto por Uhlig (2005). Así, se asume que un choque de demanda genera funciones de impulso-respuesta en la inflación mensual y en la variación mensual de la cantidad del sector i que van en la misma dirección. Un choque positivo de demanda resultaría en un incremento mensual en el precio del sector i , al mismo tiempo que se observaría un aumento en las cantidades producidas de ese sector. En contraste, un choque de oferta genera impulsos-respuesta en la inflación mensual y en la variación en cantidades en sentidos opuestos. Por ejemplo, un choque positivo de oferta disminuiría la inflación mensual, al tiempo que las cantidades producidas aumentan, mientras que un choque de oferta negativo aumentaría el precio y disminuiría las cantidades. Lo anterior se resume en el Cuadro 1.

Cuadro 1

Definiciones de choques de demanda y oferta con base en el comportamiento de la Inflación Mensual y la Variación Mensual de Actividad			
		Inflación Mensual	
		Aumenta	Disminuye
Variación Mensual de Actividad	Aumenta	Choque positivo (Demanda)	Choque positivo (Oferta)
	Disminuye	Choque negativo (Oferta)	Choque negativo (Demanda)

Habiendo identificado los choques de oferta ($s_{i,t}$) y de demanda ($d_{i,t}$) para cada sector o producto i , se calculan contribuciones de la oferta y la demanda a la variación de la actividad en cada sector, habiendo removido su crecimiento tendencial. Para ello se utiliza la siguiente ecuación lineal:

$$Y_{i,t} = \varphi_{i,0}s_{i,t} + \theta_{i,0}d_{i,t} + \varphi_{i,1}s_{i,t-1} + \theta_{i,1}d_{i,t-1} + \varepsilon_{i,t} \quad (1)$$

deflactor de gasto en consumo privado (PCE), con excepción en el rubro de Construcción en el cual se utilizaron precios al productor en ambos casos. La variación de precios correspondiente a cada sector bajo consideración corresponde a la variación de un índice de precios que se construye con base a los genéricos clasificados bajo cada industria o sector económico de la clasificación SCIAN.

¹ Ver el Recuadro 6 "Impacto de la Pandemia de COVID-19 en la Dinámica de Precios al Consumidor en EUA y México", Informe Trimestral Julio – Septiembre 2020, Noviembre 2020.

² Por disponibilidad de información, como variable de actividad en el caso de México se utiliza la variación mensual del IGAE por sector. Para Estados Unidos, se utilizó como variable de cantidad los indicadores de actividad sectorial. En lo sucesivo, se usa el término de "cantidad" para esta variable. Asimismo, para medir las variaciones de los precios, para México se utiliza el INPC, mientras que para Estados Unidos se utiliza el

Donde $Y_{i,t}$ representa la variación mensual del indicador de actividad del sector i (habiendo removido su tendencia) en el tiempo t . $\varphi_{i,p}$ y $\theta_{i,p}$ son las sensibilidades de la variación mensual de la actividad al rezago p de los choques de oferta y demanda, respectivamente, y $\varepsilon_{i,t}$ captura otros factores que pudieran estar incidiendo en la actividad sectorial³. Así, esta ecuación establece que la variación mensual en la actividad de un sector es atribuible a un componente de demanda que depende de los choques identificados para el sector por el VAR con restricción de signos y la sensibilidad estimada de la actividad de ese sector a los choques. La especificación anterior permite cuantificar la influencia de estos factores en el comportamiento de la actividad sectorial. Asimismo, permite hacer una categorización de los diferentes sectores dependiendo de qué factor ha sido el dominante a lo largo de la pandemia, y si dicha predominancia ha ido cambiando a lo largo de los diferentes periodos de cierre y recuperación.

3. Estimaciones y resultados para el caso de México

Las primeras tres columnas de cada panel de la Gráfica 1 muestran las contribuciones de choques de oferta y de demanda en sectores representativos para el caso de México en dos periodos distintivos. El primero se refiere al periodo entre marzo y mayo de 2020, que incluyó una menor movilidad de la población y el cierre de actividades económicas consideradas como no esenciales por las autoridades de salud. El segundo se refiere al periodo entre junio y noviembre, etapa de reapertura y relajación gradual de las restricciones. También se muestra el efecto acumulado entre marzo y noviembre, el cual permite evaluar el balance neto entre los dos periodos descritos.

Las estimaciones sugieren que la economía en su conjunto estuvo expuesta a choques negativos de demanda y de oferta de magnitud significativa entre los meses de marzo y mayo de 2020, los cuales tendieron a revertirse, si bien de manera parcial, entre junio y noviembre. Si bien los choques en el primer periodo de la emergencia sanitaria fueron relativamente generalizados y sincronizados, se aprecian ciertas diferencias sectoriales en la magnitud de los choques. Por ejemplo, dentro de la actividad manufacturera, destaca la fuerte caída de la producción en el sector de equipo de transporte derivado tanto de una caída en la demanda, como de restricciones de oferta ante el cierre del sector automotriz en México y otros países. En parte, estos choques de oferta pueden estar reflejando las interrupciones a las cadenas globales de suministro ocasionadas por la pandemia y el cierre de producción. Una dinámica similar se observa en el agregado de otras manufacturas, así como en el sector de la construcción. En cambio, aunque el sector alimentario también enfrentó efectos negativos de oferta y de demanda, estos fueron de una magnitud menor, lo cual se puede asociar con el hecho de que este sector fue declarado en su mayoría como esencial y que la demanda por alimentos se mantuvo resiliente en comparación con la de otros sectores, principalmente dada la reasignación del

gasto de los hogares hacia este tipo de productos. Por el contrario, la demanda por parte de establecimientos que proveen servicios de alimentación como restaurantes u hoteles se vio afectada al tener que detener sus actividades como parte de las medidas para contener los contagios. Esta resiliencia también se aprecia en la contribución de los factores de demanda estimada para el sector agropecuario. A su vez, los servicios también enfrentaron choques de oferta y demanda negativos. Estos últimos parecerían haber dominado en sectores de servicios que requieren de una mayor proximidad física, como el de alojamiento y preparación de alimentos o el de esparcimiento.

Posteriormente, en congruencia con la apertura de diversos sectores, una mayor movilidad de la población y una relajación gradual de algunas restricciones, entre junio y noviembre se dio una reversión de los choques de la primera etapa, que igualmente difirieron en su magnitud. Por ejemplo, en el sector de equipo de transporte la demanda parecería haberse recuperado en mayor medida que la oferta. En particular, en el acumulado entre marzo y noviembre, si bien la producción de este sector parecería haberse recuperado, aún se aprecia una contribución negativa de factores de oferta, los cuales, como ya se mencionó, podrían estar relacionados con la escasez de algunos insumos derivados de las afectaciones a las cadenas globales de valor. En el agregado de otras manufacturas también se aprecia más claramente que la reactivación ante la reapertura resultó en un desvanecimiento de los choques negativos del primer periodo. Dentro del sector alimentario, si bien se estima una contribución positiva de factores de demanda en el periodo de recuperación, en el efecto acumulado persisten afectaciones por el lado de la oferta, aunque, como se mencionó, de una magnitud relativamente menor. En cambio, en el caso de los agropecuarios, si bien se estima una contribución negativa de factores de demanda en el periodo de recuperación, el efecto neto en el periodo acumulado continuó siendo positivo, lo que se explica por un choque inicial positivo de demanda. Por su parte, los servicios mostraron tan solo una reversión parcial de los choques negativos de oferta y de demanda durante el segundo periodo, de modo que el efecto acumulado a noviembre aún presenta afectaciones importantes derivadas tanto de la oferta y, en mayor medida, de la demanda, particularmente en los sectores de alojamiento y preparación de alimentos y de esparcimiento. Un comportamiento similar se observa en el sector de la construcción, en el cual aún prevalecen afectaciones considerables.

4. Estimaciones y resultados para el caso de Estados Unidos

Las últimas tres columnas de cada panel de la Gráfica 1 presentan el mismo análisis de la sección anterior con los choques estimados para los diferentes sectores en Estados Unidos.⁴ Se observa que durante el periodo más crítico del confinamiento, la economía de ese país experimentó choques negativos de

³ Para la estimación, tanto de la ecuación (1) como para la extracción de los choques por medio del VAR con restricción de signos, se utilizó una muestra de observaciones mensuales que contempla el periodo 1996-2020 para Estados Unidos y 2002-2020 para el caso de México. Para los

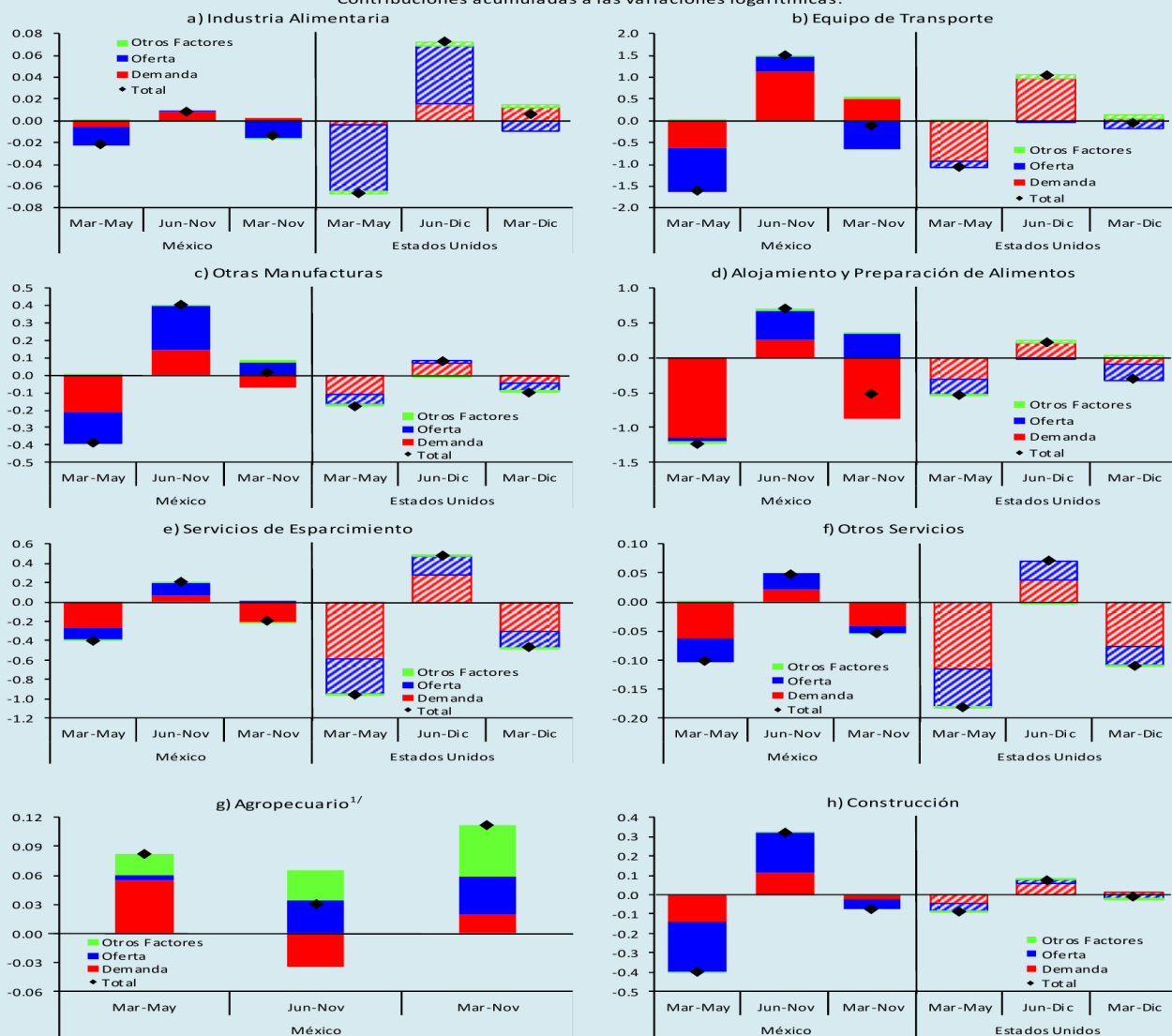
sectores de construcción se utilizó el periodo 2009-2020 para Estados Unidos y 2012-2020 para México.

⁴ En el caso de Estados Unidos, el análisis abarca el periodo de marzo a diciembre de 2020.

magnitud significativa, tanto de oferta como de demanda, en todos los sectores presentados. Estos choques se han ido revertiendo en la mayoría de los sectores durante el periodo de recuperación registrado a partir de mayo. Si bien se observa un comportamiento cualitativamente similar al caso de México, ya que ambas economías se vieron afectadas por las disrupciones creadas por la pandemia y las medidas de confinamiento, también se observan diferencias cuantitativas relevantes. Los diferentes sectores en Estados Unidos también muestran un comportamiento heterogéneo entre sí en lo que se refiere a la contribución de factores de oferta y demanda durante la recuperación. En el caso de la industria manufacturera, se observa que en la mayoría de estos sectores los factores de

demanda han tenido una importancia relativa mayor que en el caso mexicano para explicar variaciones en la actividad a lo largo del año. En contraste, en el caso del sector de servicios, si bien se observa un importante y más persistente efecto negativo de los factores de demanda, en lo que atañe a servicios de mayor proximidad física, como los de alojamiento y recreativos, en Estados Unidos se estima una mayor importancia de factores negativos de oferta a lo largo de la recuperación. En el caso de la construcción, los factores de oferta continúan contribuyendo negativamente a la actividad del sector, con respecto al nivel prepandemia, mientras que los factores de demanda estimados ya contribuyen positivamente en el periodo de recuperación.

Gráfica 1
Contribución de Factores de Oferta y Demanda en la Producción Sectorial
 Contribuciones acumuladas a las variaciones logarítmicas.



Nota: Debido a las diferencias en las fuentes de los datos, los sectores presentados no son estrictamente comparables entre países, pero representan las mismas actividades económicas a grandes rasgos.

1/ Por falta de datos no se presenta el análisis para Estados Unidos.

Fuente: Elaborado por Banco de México con información del INEGI, Reserva Federal de Estados Unidos, BEA y BLS.

En el caso del sector de alimentos, como se puede observar en el primer panel de la Gráfica 1, al inicio de la pandemia se observó un fuerte choque negativo de oferta que reflejó interrupciones en la producción ocasionadas por la pandemia, así como posibles problemas de logística en las cadenas globales de suministro. Como se describió en el Recuadro 6 del Informe del trimestre anterior, esto contribuyó a incrementos en los precios de los alimentos. Así, la recuperación observada entre junio y noviembre, proveniente tanto de factores de demanda como de oferta, contribuyó a que el fuerte impacto negativo observado al inicio de la pandemia se haya revertido hacia finales del 2020.

5. Similitudes entre México y Estados Unidos

Con base en los choques estimados para Estados Unidos, se calcularon las correlaciones entre los choques de oferta de sectores comparables en cada país, así como las correlaciones entre los choques de demanda de sectores comparables en cada país (Gráfica 2). En general, las correlaciones de ambos tipos de choque aumentaron durante el periodo de la pandemia respecto de la correlación que han exhibido por varios años. Ello se puede explicar, en casos como el de servicios, por el choque común derivado de la pandemia, que ocasionó restricciones en la operación y caídas en la demanda de dichos sectores en ambos países. En el caso de otros sectores, tales como los de la manufactura, la mayor correlación se puede explicar, además, por la integración en las cadenas de producción que existen en esos sectores, las cuales se vieron afectadas en ambos países. Asimismo, existen algunos sectores que tuvieron afectaciones más idiosincráticas a cada país, como el educativo y de salud o el de servicios profesionales, de modo que no se presentó una correlación clara en su desempeño en ambos países.

6. Consideraciones finales

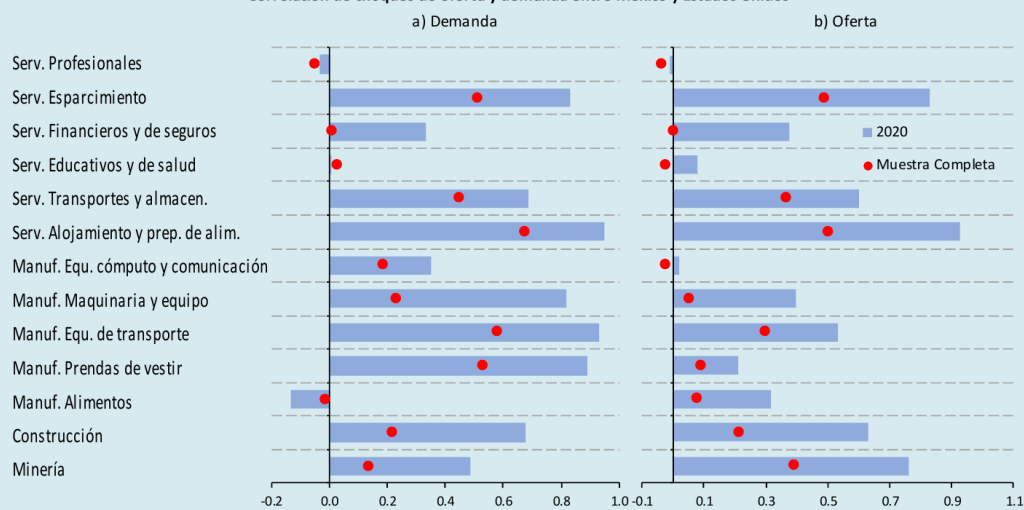
La emergencia sanitaria ha representado un choque severo para la economía mexicana. A nivel sectorial dicho choque tuvo impactos negativos de distinta magnitud en su etapa inicial y, también, ha implicado ritmos heterogéneos de recuperación. En particular, en tanto que sectores como el de las manufacturas parecerían haber mostrado una reactivación más clara, apoyados por la recuperación tanto en México como en Estados Unidos, otros, como el de servicios más dependientes de la proximidad física o como el de la construcción, aún se mantienen con afectaciones importantes, sobre todo por el lado de la demanda. Es importante considerar que los resultados presentados cubren la etapa hasta noviembre de 2020, periodo previo a la imposición de nuevas restricciones en varios Estados del país ante el recrudecimiento de la pandemia, de modo que todos los sectores podrían enfrentar choques negativos adicionales tanto de oferta como de demanda. No obstante, hacia delante es importante considerar que es probable que los sectores que mantenían importantes afectaciones en noviembre de 2020 sean los que igualmente mantengan una mayor debilidad y muestran una recuperación más gradual, la cual, a su vez, podría depender tanto de una campaña de vacunación exitosa, como de la recuperación generalizada de la economía y del mercado laboral.

7. Referencias

Shapiro, A. (2020) *Monitoring the Inflationary Effects of COVID-19*, FRBSF Economic Letter, (August 24).

Uhlig, H. (2005). *What are the effects of monetary policy on output? Results from an agnostic identification procedure*, *Journal of Monetary Economics*, 52(2), 381-419.

Gráfica 2
Correlación de choques de oferta y demanda entre México y Estados Unidos



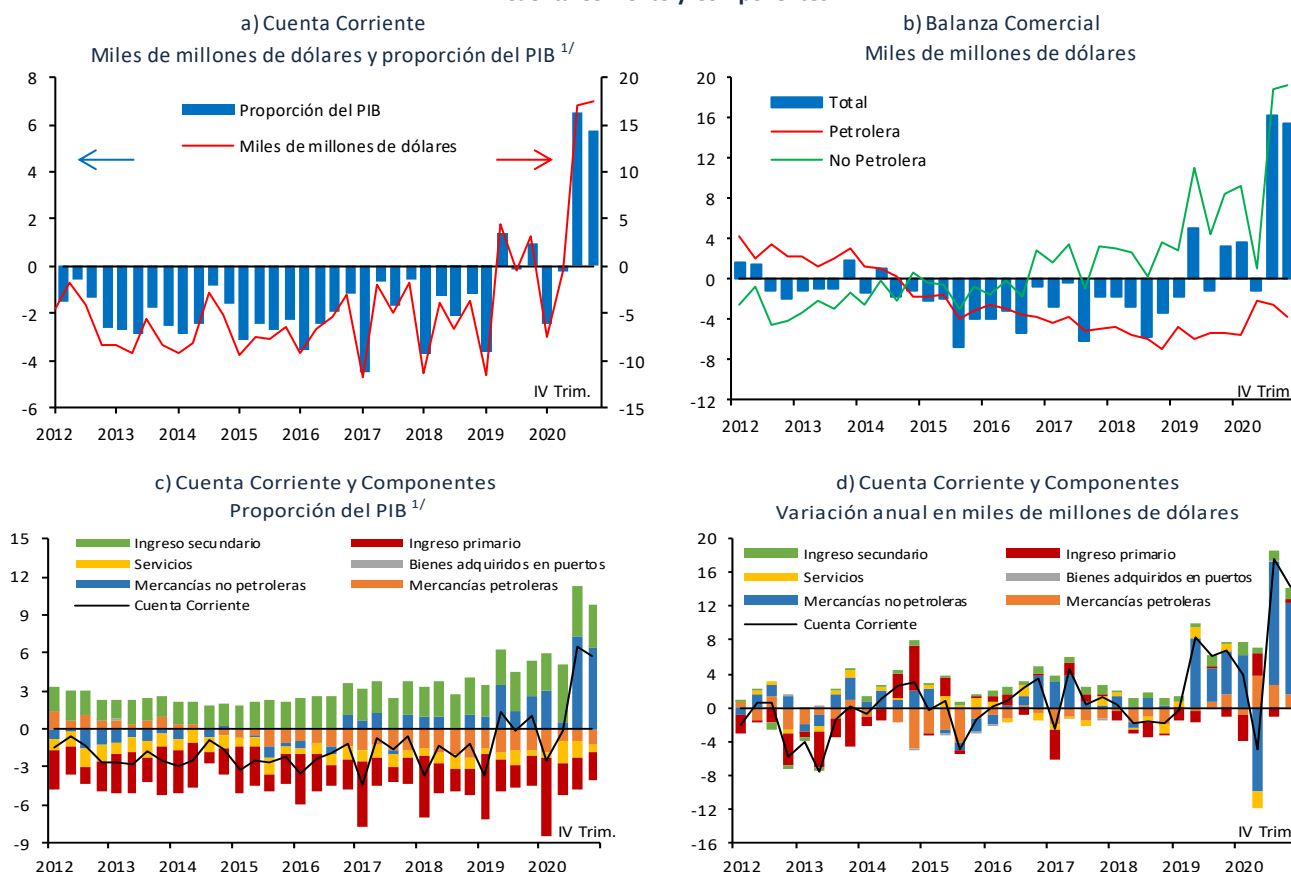
Nota: Agosto 2002 a noviembre 2020, excepto para Maquinaria y equipo (enero 2004 a noviembre 2020) y Minería y Construcción (febrero 2012 a noviembre 2020). Fuente: Elaborado por Banco de México con información del INEGI, Reserva Federal de Estados Unidos, BEA y BLS.

Con relación a las cuentas externas del país, en el cuarto trimestre de 2020 la cuenta corriente presentó un superávit mayor al del mismo periodo de 2019 y similar al del tercer trimestre de 2020. Como proporción del PIB, el superávit de la cuenta corriente en el periodo octubre – diciembre de 2020 se ubicó en 5.8% del PIB, porcentaje que se compara con el de 1.0% del PIB observado en igual lapso de 2019 y con el de 6.6% del tercer trimestre de 2020.

Así, para 2020 en su conjunto, ante el entorno de choques significativos y de elevada incertidumbre asociados a la pandemia de COVID-19 que enfrentó la economía mundial, el superávit de la cuenta corriente de México se situó en 2.4% del PIB, el mayor

superávit reportado desde 1983 y que contrasta con el déficit de 0.3% registrado en 2019. El incremento anual del saldo de la cuenta corriente en 2020 fue resultado, principalmente, de la ampliación del superávit de la balanza comercial no petrolera, en un contexto de una relativamente más dinámica recuperación de las exportaciones manufactureras con relación a las importaciones, así como de un menor déficit de la balanza petrolera y del dinamismo mostrado por los ingresos por remesas, mismos que se ubican en niveles históricamente altos. Lo anterior fue parcialmente contrarrestado por los menores ingresos por viajes que se han reportado desde el inicio de la emergencia sanitaria (Gráfica 37).¹⁰

Gráfica 37
Cuenta Corriente y Componentes



^{1/} Para las cifras como proporción del PIB se utiliza el correspondiente a cada trimestre.

Fuente: a), c) y d) Banco de México e INEGI; b) SAT, SE, Banco de México, INEGI. Balanza Comercial de Mercancías de México. SNIEG. Información de Interés Nacional.

¹⁰ Con base en la información histórica sobre la cuenta corriente, se tienen registrados superávits anuales en 1950, 1955, 1983-1985 y

1987, siendo el reportado para 1983 el más amplio con cerca de 6 mil millones de dólares, equivalente a 3% del PIB.

2.2.2. Mercado Laboral

Diversos indicadores sugieren que entre noviembre de 2020 y enero de 2021 se revirtió parte de la moderada recuperación del mercado laboral que había venido observándose desde junio. Si bien tanto la tasa de desocupación nacional como la urbana continuaron disminuyendo durante el cuarto trimestre de 2020, en enero de 2021 ambas tasas se incrementaron, especialmente la urbana. Ello se dio en un contexto de un retroceso en la ocupación, de una menor participación laboral y en el que la población subocupada permaneció muy por encima de su nivel previo a la pandemia. Dicho comportamiento puede asociarse con el recrudecimiento de la pandemia hacia finales de 2020 y principios de 2021, así como con las nuevas medidas adoptadas para hacerle frente.

En cuanto a la evolución de la ocupación, de acuerdo con los resultados de la ENOE,¹¹ luego de que entre mayo y octubre de 2020 la población ocupada registrara un aumento de 9.7 millones –revirtiendo parcialmente la caída de aproximadamente 12.5 millones de ocupados registrada en abril–, dicha población se redujo en más de un millón de personas entre noviembre de 2020 y enero de 2021. La disminución respecto de octubre fue resultado de una salida de cerca de 750 mil ocupados del mercado informal y de 270 mil ocupados del formal.¹² En contraste, la información sobre los puestos de trabajo afiliados al IMSS indica que en el cuarto trimestre de 2020 e inicios de 2021 continuó la moderada recuperación de ese segmento del empleo formal, si bien con cifras originales el total de esas plazas laborales se ubicó en enero de 2021 aún

alrededor de 790 mil puestos por debajo de lo registrado en febrero del año previo (Cuadro 2 y Gráficas 38 y 39).

De manera similar a la evolución de la población ocupada, luego de que entre mayo y octubre regresara a la fuerza laboral alrededor del 85% de los 12.5 millones de personas que la abandonaron en abril, entre noviembre de 2020 y enero de 2021 la población económicamente activa (PEA) registró una reducción de alrededor de un millón 50 mil personas. Ello, condujo a que la tasa de participación laboral disminuyera ligeramente para ubicarse aún cerca de 3.7 puntos porcentuales por debajo de su nivel de marzo de 2020. La disminución de la PEA también se vio reflejada en un incremento entre noviembre de 2020 y enero de 2021 en la población que no buscó un empleo activamente, pero que está disponible para trabajar si se le ofreciera uno, de alrededor de 560 mil personas, situándose en el primer mes del presente año 3.6 millones de personas por encima del nivel de marzo de 2020.¹³

Por su parte, después de cinco meses consecutivos con reducciones en la población desocupada, esta aumentó en cerca de 490 mil personas en enero de 2021. De este modo, en ese mes esta población permaneció 900 mil personas por arriba de lo registrado en marzo de 2020. Con cifras ajustadas por estacionalidad en el primer mes de 2021 la tasa de desocupación nacional fue de 4.47% de la PEA, en tanto que la correspondiente a las 32 principales áreas urbanas fue de 6.59% de su PEA. En consecuencia, ambas tasas, así como la tasa de desocupación extendida que considera además a la población disponible para trabajar que se encuentra

¹¹ Hasta marzo de 2020 se refiere a los datos de la Encuesta Nacional de Ocupación y Empleo (ENOE) tradicional. Para el periodo abril-junio de 2020 la información se deriva de la Encuesta Telefónica de Ocupación y Empleo (ETOE), la cual fue implementada ante la suspensión de la ENOE como medida ante la emergencia sanitaria por COVID-19. Si bien las cifras que ofrece la ETOE no son estrictamente comparables con las de la ENOE, sí representan una aproximación de los indicadores que se generan con base en esta última. Finalmente, la información a partir de julio de 2020 corresponde a la nueva edición de la ENOE (ENOE^N), misma que combina entrevistas cara a cara y entrevistas telefónicas y que, de acuerdo con INEGI, mantiene el diseño metodológico de la ENOE tradicional.

¹² El empleo formal considera a trabajadores afiliados al Instituto Mexicano del Seguro Social (IMSS), al Instituto de Seguridad y Servicios Sociales de los Trabajadores del Estado (ISSSTE), a las instituciones de

seguridad social estatales, a Pemex, al Instituto de Seguridad Social para las Fuerzas Armadas Mexicanas (ISSFAM), así como a profesionistas independientes que tienen todas las prestaciones y características de un empleo formal y que no están inscritos en el IMSS por tener su propio seguro médico.

¹³ En la ETOE y la ENOE^N, en este rubro se clasifican a las personas ausentes temporales de una actividad u oficio y a las personas con necesidad o deseos de trabajar pero que no buscan empleo por considerar que no tiene posibilidades de encontrarlos o están esperando la respuesta a una solicitud o están apalabrados con un patrón que lo llamará en fecha próxima, entre otras razones, las cuales eran clasificadas en la ENOE en el rubro "Otros" de la Población No Económicamente Activa No Disponible.

fuera de la fuerza laboral, se mantuvieron en niveles elevados respecto de los que venían observándose previo a la pandemia (Gráficas 38c y 38g).

Como se describió, las características de la emergencia de salud y las medidas para hacerle frente han implicado que el ajuste del mercado laboral a este choque hasta el momento no se haya visto reflejado en mayor medida en una más alta tasa de desocupación, sino que se ha dado mediante una menor participación laboral. El Recuadro 3 presenta un mayor detalle de la dinámica de la participación laboral en meses recientes ante la pandemia, distinguiendo entre algunos efectos diferenciados entre hombres y mujeres. En este sentido, cabe señalar que una recuperación plena de la economía requerirá una reactivación igualmente plena de la participación laboral, particularmente de las mujeres.

En lo que respecta a la población subocupada, esta registró un crecimiento en enero de 2021 de 280 mil personas, lo cual revirtió parcialmente la reducción

mensual de cerca de 950 mil personas observada en diciembre de 2020. De este modo, la subocupación a principios de 2021 se ubicó aún 2.7 millones por arriba del nivel de marzo del año pasado. La gradual disminución de la subocupación se puede asociar, en parte, a la reincorporación de algunos trabajadores ausentes temporales con vínculo laboral y a un aumento en las horas trabajadas.

Por sector de actividad económica, luego de que entre mayo y noviembre del año pasado la población ocupada en el sector industrial recuperara 3.4 de los 3.7 millones de empleos perdidos en abril de 2020, en diciembre de 2020 y enero de 2021 se frenó esta recuperación ante una disminución acumulada de cerca de 340 mil empleos. Por su parte, después del incremento de 4.8 millones de empleos en los servicios entre mayo y diciembre de 2020, en enero de 2021 la población ocupada en ese sector se redujo en 470 mil personas y mantuvo una pérdida neta de 3.3 millones de ocupados respecto de marzo de 2020.

Cuadro 2
Algunos Conceptos sobre el Mercado Laboral

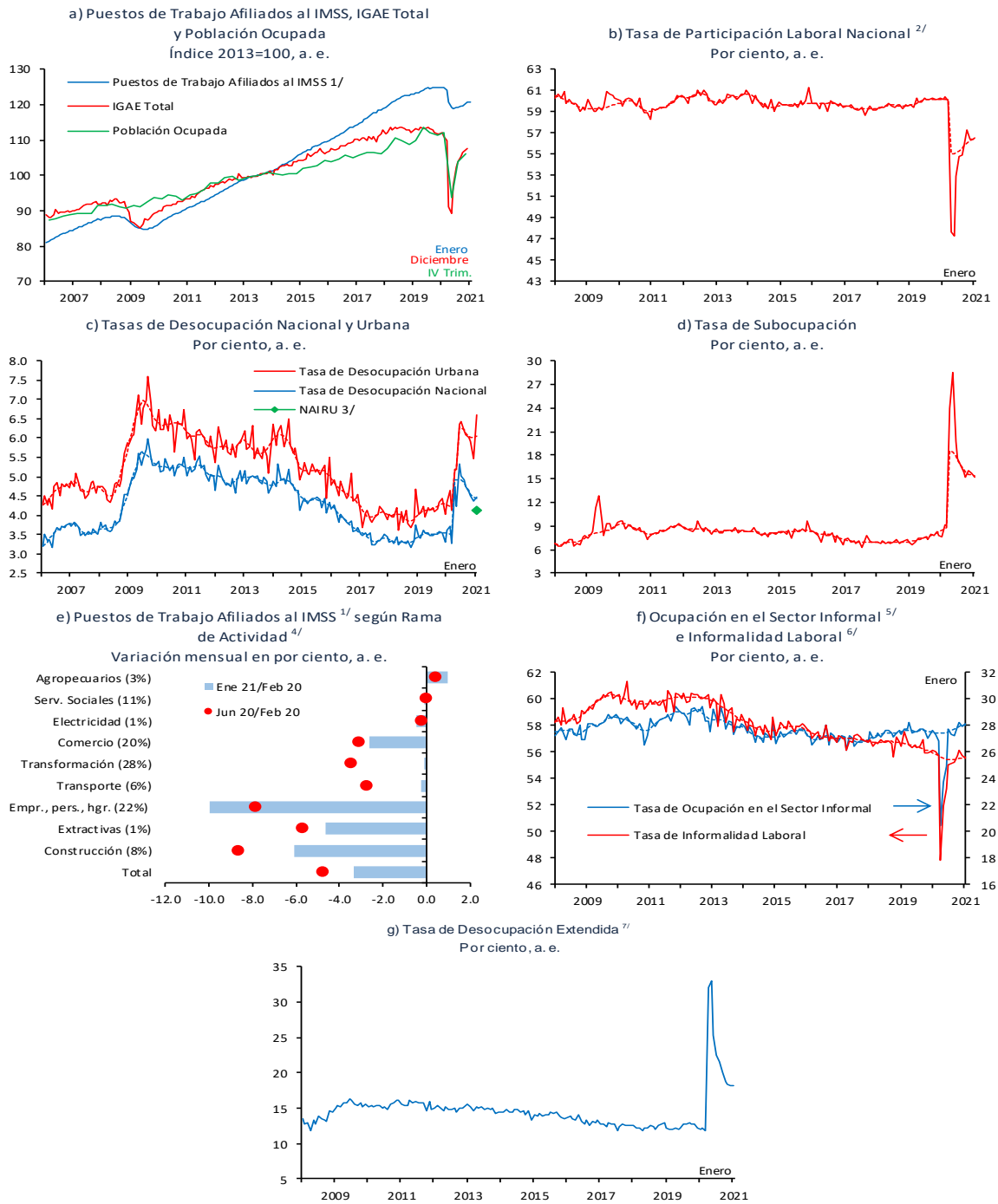
Concepto	Definición	Millones de personas ^{1/}	
		IV-19	IV-20
Población Económicamente Activa (PEA)	Personas de 15 y más años de edad que tuvieron vínculo con la actividad económica o que lo buscaron en la semana de referencia del levantamiento de la encuesta. La tasa de participación laboral se refiere al porcentaje de la población de 15 años y más que se encuentra dentro de la PEA.	57.6	55.9
Población Ocupada	PEA que realiza una actividad económica, ya sea de manera independiente o subordinada. La tasa de ocupación se refiere al porcentaje de la PEA que se encuentra ocupada.	55.7	53.3
Ocupación Formal	Ocupados en todas aquellas actividades económicas que se desarrollan en empresas constituidas en sociedad, corporaciones, instituciones públicas o privadas, negocios no constituidos en sociedad, pero que reportan ingresos ante la autoridad hacendaria y en la agricultura y/o crianza de animales orientadas al mercado. Incluyen a los puestos de trabajo afiliados al IMSS, ISSSTE, ISSFAM, Pemex, instituciones de seguridad social estatales, profesionistas independientes con prestaciones y seguridad social, etc.	24.4	23.7
Ocupación Informal	Suma, sin duplicar, de los ocupados laboralmente vulnerables por la naturaleza de la unidad económica para la que trabajan, con aquellos cuyo vínculo o dependencia laboral no es reconocido por su fuente de trabajo. La tasa de informalidad laboral se refiere al porcentaje de la población ocupada que se clasifica como informal.	31.3	29.6
Ocupación en el sector Informal	Ocupados que se desempeñan en una unidad económica no constituida en sociedad que opera a partir de los recursos de los hogares, y que no lleva un registro contable de su actividad, independientemente de las condiciones de trabajo que se tengan. La tasa de ocupación en el sector informal se refiere al porcentaje de la población ocupada que labora en el sector informal.	15.3	14.9
Subocupación	Población ocupada que tiene la necesidad y disponibilidad de ofertar más tiempo de trabajo de lo que su ocupación actual le demanda. La tasa de subocupación se refiere al porcentaje de la población ocupada que se encuentra subocupada.	4.3	8.1
Desocupación Abierta	Población Económicamente Activa (PEA) que no trabajó siquiera una hora durante la semana de referencia de la encuesta pero manifestó su disposición para hacerlo e hizo alguna actividad por obtener empleo. La tasa de desocupación se refiere al porcentaje de la PEA que se encuentra desocupada.	1.9	2.5
Población No Económicamente Activa (PNEA)	Personas de 15 y más años de edad que en la semana de referencia únicamente realizaron actividades no económicas y no buscaron trabajo.	37.8	41.3
Disponibles	Personas dentro de la PNEA que, en la semana de referencia no trabajaron, no tenían trabajo y no buscaron activamente uno, por considerar que no tenían oportunidad para ello, pero tienen interés en trabajar.	5.8	8.9

1/ Con base en la ENOE.

Fuente: INEGI y STPS.

Gráfica 38

Indicadores del Mercado Laboral



a. e./ Serie con ajuste estacional y serie de tendencia. La primera se representa con la línea sólida y la segunda con la punteada.

s. o./ Serie original.

^{1/} Permanentes y eventuales urbanos. Desestacionalización de Banco de México.

^{2/} Porcentaje de la Población Económicamente Activa (PEA) respecto de la de 15 y más años de edad.

^{3/} La NAIRU que se presenta está asociada a la Tasa de Desocupación Nacional.

^{4/} Los porcentajes en paréntesis corresponden a la participación dentro del total en enero de 2021.

^{5/} Se refiere a las personas que trabajan para unidades económicas no agropecuarias operadas sin registros contables y que funcionan a través de los recursos del hogar.

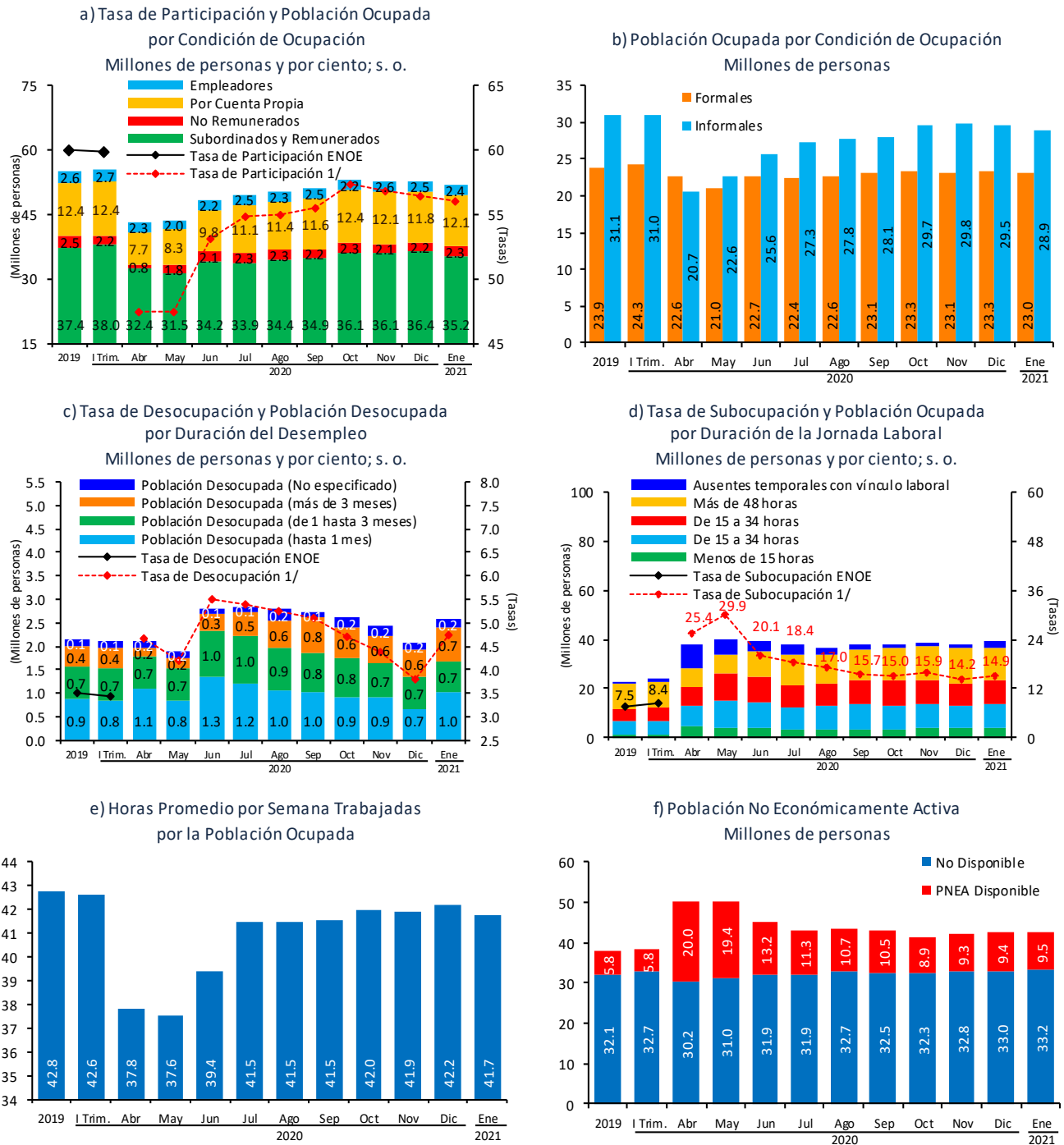
^{6/} Incluye a los trabajadores que se emplean en el sector informal, que laboran sin la protección de la seguridad social y cuyos servicios son utilizados por unidades económicas registradas y a los que están ocupados por cuenta propia en la agricultura de subsistencia.

^{7/} Se refiere a la suma de la población desocupada y PNEA disponible como proporción de la suma de PEA y PNEA disponible.

Fuente: Elaboración de Banco de México con información del IMSS e INEGI (SCNM, ENOE, ETOE y ENOE^{8/}).

Gráfica 39

Indicadores Estructurales del Mercado Laboral



s. o / Serie original.

1/ Las cifras de abril a junio de 2020 corresponden a las publicadas por la Encuesta Telefónica de Ocupación y Empleo (ETOE); a partir de julio se refieren a la nueva edición de la Encuesta Nacional de Ocupación y Empleo (ENOE^N).

Fuente: Elaboración de Banco de México con información de INEGI (SCNM, ENOE, ETOE y ENOE^N).

Recuadro 3. La Tasa de Participación Laboral ante el Choque de COVID-19

1. Introducción

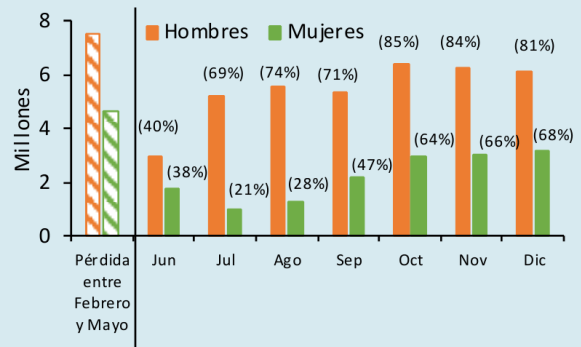
La pandemia de COVID-19 ha tenido un fuerte impacto sobre la actividad económica y el mercado laboral. En la etapa inicial de la emergencia sanitaria, de febrero a mayo de 2020, la población ocupada disminuyó en más de 12 millones de personas, lo cual estuvo acompañado de una reducción similar en la participación laboral; es decir, un número similar de individuos salió de la fuerza laboral en lugar de buscar otro empleo. Posteriormente, con la reapertura de la economía se registró una recuperación gradual tanto de la ocupación, como de la participación laboral, aunque ambas presentaron un freno en su recuperación hacia finales de 2020 en niveles inferiores a los observados previo a la pandemia. En este contexto, este Recuadro analiza la evolución de la ocupación y la fuerza laboral, con énfasis en el desempeño diferenciado de hombres y mujeres durante el episodio de pandemia.

2. Empleo

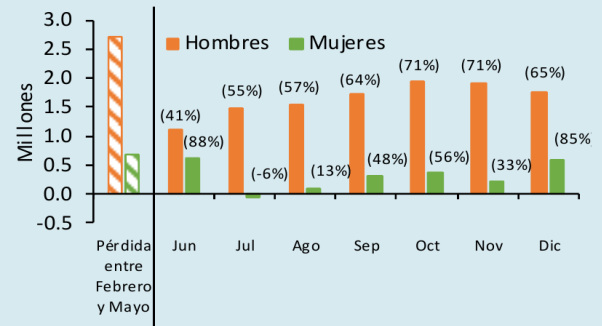
Las medidas de confinamiento adoptadas para mitigar la transmisión del virus asociado al COVID-19 y la menor movilidad de los hogares resultaron en una fuerte reducción del empleo de febrero a mayo de 2020. De los 12.2 millones de empleos que se perdieron al inicio de la pandemia, cerca de 7.5 millones correspondieron a hombres y 4.6 a mujeres (Gráfica 1). Ello equivale a 22.4 y 21.0% de las respectivas poblaciones ocupadas en febrero de 2020. Por tipo de empleo, entre febrero y mayo de 2020 se perdieron 25.9% y 30.9% de los empleos informales de hombres y mujeres, respectivamente. Por el contrario, en el caso del empleo formal, el impacto inicial fue mayor sobre el empleo de los hombres, ya que las respectivas pérdidas de empleo de hombres y mujeres fueron de 18.0 y 7.4%, respectivamente.

La gradual reapertura de los sectores que fueron catalogados como no esenciales y la recuperación de la demanda externa han impulsado la recuperación del mercado laboral. No obstante, en diciembre de 2020 los niveles de empleo, tanto de hombres como de mujeres, aún se encontraban en niveles inferiores a los observados en febrero de 2020. Si bien el impacto inicial sobre el empleo de hombres y mujeres fue similar, la recuperación se ha dado de manera diferenciada, con las mujeres mostrando una recuperación del empleo relativamente más lenta que los hombres. En particular, a diciembre de 2020 se había recuperado 81.3% de los empleos perdidos entre febrero y mayo para hombres y 67.7% para mujeres. Así, al cierre del año pasado el nivel de ocupación de los hombres se ubicó 4.2% por debajo del nivel de febrero de 2020, en tanto que el de las mujeres aún registraba un nivel 6.8% menor en la misma comparación. Por tipo de empleo, sobresale que la más lenta recuperación de la ocupación de las mujeres responde, a su vez, a la débil recuperación de su empleo informal. En el caso de los hombres, el mayor déficit de empleo se mantiene en sus niveles de la ocupación formal.

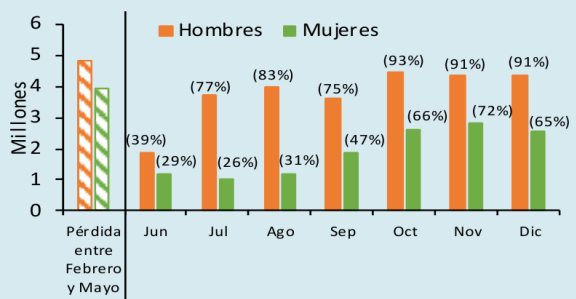
Gráfica 1
Pérdida de Empleo entre Febrero y Mayo, y Variación Acumulada de la Población Ocupada con Relación a Mayo de 2020 en Millones*
a) Total



b) Formal



c) Informal



* Los porcentajes reportados en paréntesis encima de las barras sólidas corresponden a la variación con relación a la disminución de ocupados correspondiente entre febrero y mayo.

Nota: La pérdida entre febrero y mayo corresponde a una disminución en el empleo de hombres de 23% y una de las mujeres de 21%. Dentro del empleo formal, las pérdidas respectivas son de 18 y 8%. Dentro del empleo informal, las pérdidas respectivas son de 26 y 31%. Los números negativos en la variación acumulada indican que el empleo continuó cayendo respecto de la pérdida de empleo que se observó entre febrero y mayo.

Fuente: Elaboración de Banco de México con información de la ENOE, de la ETOE y de la ENOEN, INEGI.

3. Participación laboral

En esta sección se analizan los cambios de la tasa de participación laboral desde la perspectiva de las razones que las personas manifestaron para no mantenerse en la fuerza laboral. El análisis se enfoca en la comparación del cuarto trimestre de 2019 y el cuarto trimestre de 2020.¹ Se divide a los hombres y mujeres en edad de trabajar en tres grupos: 15 a 24 años, 25 a 54 años, y 55 años o más.² La población no económicamente activa se clasifica en disponibles no ausentes, ausentes temporales sin garantía de retorno y en no disponibles. Los miembros del último grupo se clasifican según su razón de inactividad (estudiantes, quehaceres del hogar, pensionados y jubilados e incapacitados permanentes, y otros).³ La variación de la tasa de participación se separa en componentes para cada una de las condiciones mencionadas previamente.⁴ En particular, el componente para cada categoría de no participación se calcula a partir de la fórmula $\sum_j p_{j,2019} \cdot \left(\frac{PNEA_{j,k,t}}{POB_{j,t}} - \frac{PNEA_{j,k,2019}}{POB_{j,2019}} \right)$, donde $PNEA_{j,k,t}$ es la población no económicamente activa del grupo de edad j con condición de disponibilidad para trabajar o de inactividad k en el trimestre t , $POB_{j,t}$ es la población del grupo de edad j en el trimestre t y $p_{j,2019}$ es la proporción del grupo de edad j en el tercer trimestre de 2019 dentro de la población en edad de trabajar. Así esta metodología mide los cambios en la tasa de no participación para cada grupo de edad manteniendo fija la ponderación de este grupo de edad sobre la población total que se observaba en el cuarto trimestre de 2019.⁵

En cada panel de grupo de edad de la Gráfica 2, la parte superior muestra el cambio en la tasa de participación laboral entre el cuarto trimestre de 2019 y el cuarto de 2020, en tanto que la parte inferior presenta los cambios porcentuales en las diferentes razones de no participación para esa misma comparación. En el caso de las mujeres, la reducción de la tasa de participación para el grupo de mayor edad fue de 3.9 puntos porcentuales, para el grupo de edad intermedia fue de 2.8 puntos porcentuales y para el grupo de menor edad fue de 2.3 puntos porcentuales. A su vez, para la población masculina, la caída de la participación de hombres de entre 15 y 24 años de edad y de 55 años o más fue más pronunciada que la caída de la participación de hombres de entre 25 y 54 años de edad, toda vez que los primeros dos grupos tuvieron disminuciones respectivas de 3.2 y 5.3 puntos

porcentuales, en tanto que la del último fue de 1.8 puntos porcentuales. Un elemento común para hombres y mujeres de 25 años o más es que una parte importante de estas poblaciones mantuvo su vinculación con el mercado de trabajo, al declararse disponibles para trabajar si se les ofreciera un trabajo, aun cuando no hayan buscado empleo activamente, o por considerarse ausentes temporales de su empleo anterior. En cambio, sobresale que en el caso de los jóvenes, especialmente las mujeres, se observó una disminución entre los que se declaran como disponibles no ausentes, lo cual podría estar relacionado con una menor vinculación con el mercado laboral por parte de este grupo ante el contexto actual.

Independientemente del género, una parte significativa de los jóvenes reportaron no estar disponibles por razones de estudio. En particular, para los grupos de entre 15 y 24 años de edad, 80% de la menor tasa de participación de hombres y casi la totalidad de la caída en la tasa de participación de mujeres se puede explicar por este motivo. Este incremento podría deberse a que, ante la coyuntura del mercado laboral, muchos jóvenes hayan optado por permanecer en la escuela por más tiempo de lo que lo hubieran hecho en ausencia de la emergencia de salud.

En el grupo de personas de mayor edad, 46% de la caída en la tasa de participación de las mujeres de 55 años o más estuvo asociada a un incremento en la proporción de personas que manifiestan estar jubiladas o retiradas. Si bien esta menor participación podría reflejar decisiones previas de algunas personas, la magnitud de la caída sugiere que una buena parte se explica por decisiones tomadas ante la coyuntura de la pandemia. En particular, dentro de este grupo el porcentaje de mujeres que reportan estar jubiladas pasó de 9.7% a 10.9% entre el cuarto trimestre de 2019 y el último de 2020, en tanto que las que declaran estar incapacitadas permanentemente pasó de 1.0% a 1.6% en la misma comparación. En el caso de los hombres de 55 años o más, ocurrió algo similar, toda vez que 32% de la caída de la participación laboral se explica por esa misma razón, con un incrementó entre los trimestres indicados de 20.4 a 21.9% en la proporción de los que reportan estar jubilados y de 1.4 a 1.8% en la proporción que declara estar incapacitada.

¹ Para este ejercicio se utilizan los microdatos trimestrales de la ENOE, los cuales proveen información demográfica con suficiente nivel de detalle para los propósitos de este ejercicio.

² Específicamente, la metodología usada en esta sección consiste en agrupar a la población respectiva según segmentos de edad de 5 años comenzando con los que tienen 15, excepto los mayores de 75 años quienes forman una sola agrupación. Esto se hace con el fin de mantener grupos demográficos más homogéneos en términos de su participación laboral, dado que, por razones de ciclo vital, la tasa de actividad y las razones para estar fuera de la fuerza laboral varían con la edad. Luego de realizados los cálculos con los intervalos de cinco años, la descomposición se obtiene agregando la información en los grupos de 15 a 24, 25 a 54 y 55 años y más.

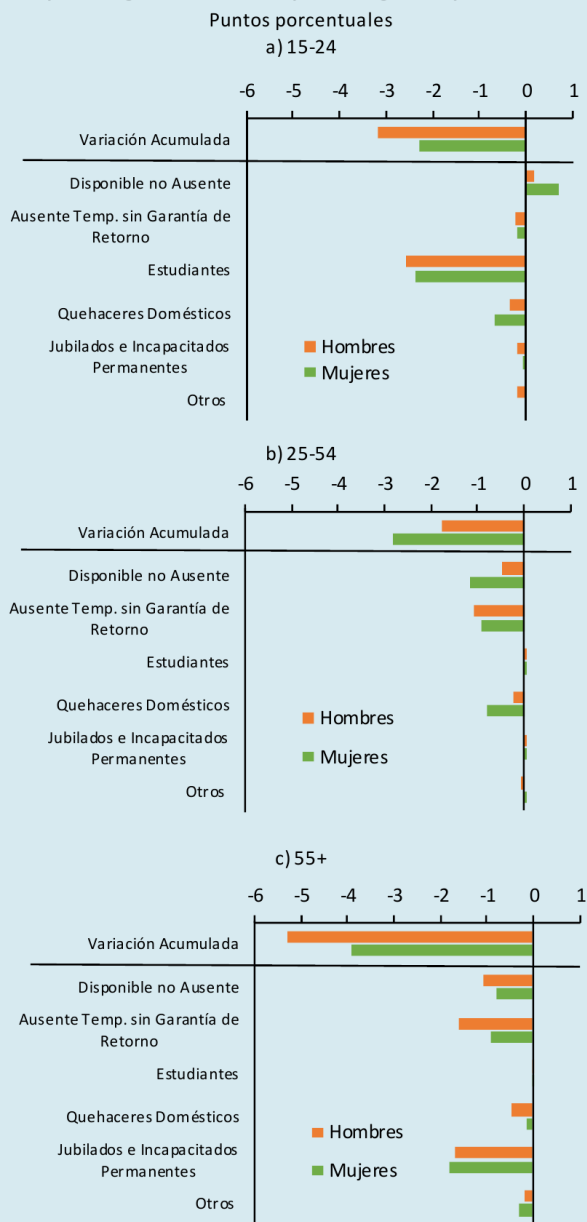
³ La población no económicamente activa que está disponible para trabajar fue dividida en dos grupos. Primero, el grupo de disponibles no ausentes corresponde a las personas que no pertenecen a la fuerza

laboral por no estar activamente buscando un empleo, pero que estarían dispuestas a aceptar un trabajo si se les ofreciera. Segundo, ausentes temporales sin garantía de retorno corresponde a las personas ausentes temporalmente de una actividad u oficio que no perciben ingresos durante la ausencia o no mantienen vigente un convenio que les garantiza el retorno a su trabajo o que el trabajo solo existe al momento en que se desempeña. Previo a la pandemia, este grupo era clasificado como no disponible. Para hacer los cálculos comparables, todos aquellos clasificados en este grupo en la ENOE 2019-IV fueron reclasificados como disponibles en una categoría aparte.

⁴ La tasa de participación se puede calcular con la fórmula $TPL = (1 - \frac{PNEA}{POB}) \times 100$, donde POB es la población en edad de trabajar.

⁵ Esta metodología está basada en Terry (2019).

Gráfica 2
Contribuciones a las Variaciones de la Tasa de Participación
por Categoría de no Participación según Grupo de Edad

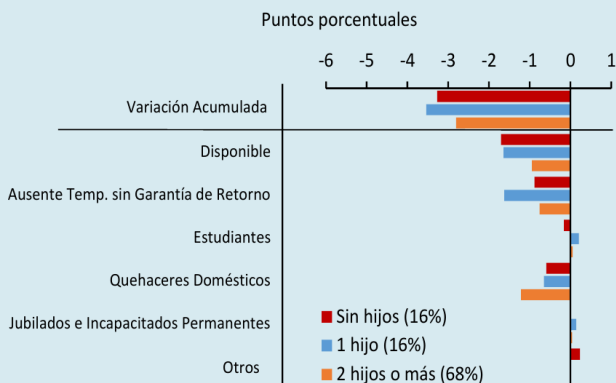


Nota : El universo corresponde a la población de 15 años y más. La población no económicamente activa fue dividida en disponibles para trabajar y, a los no disponibles para trabajar, según su condición de inactividad . El componente correspondiente a cada categoría se calcula a partir de la fórmula indicada en el texto. Ausente temporal: corresponde a las personas ausentes temporalmente de una actividad u oficio y a las personas con necesidad o deseos de trabajar clasificadas como disponible en la ENOEN (2020-IV). En las versiones anteriores de la ENOE, este grupo era clasificado como no disponible (categoría "Otros"). Las personas en la muestra de 2019-IV en esta categoría fueron reclasificadas como disponibles.

Fuente: Elaboración de Banco de México con información de la ENOE y de la ENOEN, INEGI.

Para ambos géneros y para todos los grupos de edad también se observa un aumento en las personas que reportan haber dejado la fuerza laboral para dedicarse, principalmente, a actividades domésticas, aunque este fenómeno es más marcado en el caso de las mujeres. Esto, a su vez, puede estar asociado con que las decisiones de oferta laboral de muchas familias pudieron haberse visto influidas por el cierre de instalaciones escolares y de las guarderías ante la emergencia de salud. La Gráfica 3 profundiza en las razones reportadas para la menor participación laboral de las mujeres entre 25 y 54 años de edad. La proporción que reporta dedicarse exclusivamente a los quehaceres domésticos aumentó más entre las que tienen al menos dos hijos y en menor medida para el resto de las mujeres, lo que podría ser indicativo de la forma diferenciada en cómo la emergencia de salud está afectando a las familias.

Gráfica 3
Contribuciones a las Variaciones de la Tasa de Participación por
Categoría de no Participación para Mujeres de 25-54 Años de
Edad según Condición de Maternidad



Nota : El universo corresponde a las mujeres de 25 a 54 años y más. La población no económicamente activa fue dividida en disponibles para trabajar y, a los no disponibles para trabajar, según su condición de inactividad . El componente correspondiente a cada categoría se calcula a partir de la fórmula indicada en el texto. Ausente temporal: corresponde a las personas ausentes temporalmente de una actividad u oficio y a las personas con necesidad o deseos de trabajar clasificadas como disponible en la ENOEN (2020-IV). En las versiones anteriores de la ENOE, este grupo era clasificado como no disponible (categoría "Otros"). Las personas en la muestra de 2019-IV en esta categoría fueron reclasificadas como disponibles.

Fuente: Elaboración de Banco de México con información de la ENOE y de la ENOEN, INEGI.

4. Consideraciones finales

La pérdida de empleo durante la fase inicial de la pandemia afectó de manera similar a ambos géneros, pero la recuperación ha ocurrido de manera diferenciada entre hombres y mujeres, si bien se mantienen afectaciones importantes para ambos grupos. En efecto, sobresale que las mujeres se han reincorporado al mercado laboral de forma más lenta. Ello podría deberse a diversos factores. Por un lado, la pandemia ha impactado a sectores en los que las mujeres tienen una mayor participación y cuya recuperación podría ser más gradual.⁶ Por otro lado, el incremento en la demanda de cuidados en el hogar, tanto por el cierre de las instalaciones escolares y de las guarderías, como por la necesidad de prestar atención de salud en los hogares, podría ser un factor importante detrás de la más lenta reincorporación de las mujeres al mercado laboral.⁷ Resulta particularmente preocupante observar un aumento relativamente importante de mujeres que reportan no estar interesadas en obtener un empleo, aun si se les ofreciera uno.⁸ En este contexto, será importante que las políticas públicas contribuyan a controlar la pandemia e impulsar la reactivación de la economía, de modo que se apoye la recuperación del mercado laboral y se evite que las pérdidas transitorias de puestos de trabajo se conviertan en permanentes. Además, algunas de estas políticas deberán incorporar una perspectiva de género con el fin de apoyar una recuperación del empleo más acelerada y equitativa.

⁶ Este hallazgo es consistente con lo reportado en el “Recuadro 3. Recontrataciones en el Mercado Laboral Formal en las Regiones de México en el Contexto de la Pandemia de COVID-19” en el Reporte sobre las Economías Regionales Julio – Septiembre 2020, p. 41. En dicho Recuadro se encontró que los sectores en donde las separaciones de los puestos de trabajo afiliados al IMSS se concentraron en mayor medida en las mujeres son también aquellos en donde se han observado menores niveles de recontrataciones durante el periodo de mayo a septiembre de 2020.

5. Referencias

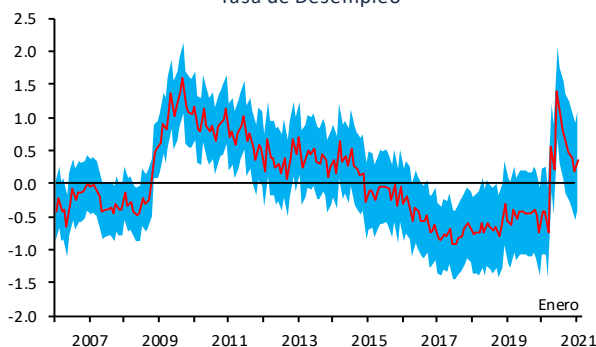
- Adams-Prassl, A., Boneva, T., Golin, M., y Rauh, C. (2020). *Inequality in the impact of the coronavirus shock: Evidence from real time surveys (DP14665)*. Centre for Economic Policy Research.
- Alon, T. M., Doepke, M., Olmstead-Rumsey, J., y Tertilt, M. (2020). *The impact of COVID-19 on gender equality (No. w26947)*, National Bureau of Economic Research.
- Hoehn-Velasco, L., Silverio-Murillo, A., Balmori de la Miyar, J. R., y Penglase, J. (2020). *Has the COVID-19 Recession been Harder on Women? Evidence from Employment and Time Use for Men, Women, and Children in Mexico*, (December 1, 2020).
- Leyva, G. y Mora, I. *How High (Low) are the Possibilities of Teleworking in Mexico?*, Manuscript.
- Monroy-Gómez-Franco, L. (2020). *¿Quién puede trabajar desde casa? Evidencia desde México*, Documento de Trabajo no 06/2020. Centro de Estudios Espinosa Yglesias.
- Terry, E. (2019). *Methodology behind the Federal Reserve Bank of Atlanta’s Labor Force Participation Dynamics*, Federal Reserve Bank of Atlanta.

⁷ Los resultados presentados son consistentes con los obtenidos por la literatura que utiliza metodologías econométricas tipo evento (Hoehn-Velasco *et al.*, 2020).

⁸ La naturaleza de la crisis de COVID-19 ha afectado de manera diferente a diversos grupos de la población y con diferencias respecto a los efectos observados en las recesiones anteriores. Ver Alon *et al.* (2020) y Adams-Prassl *et al.* (2020) quienes estudian el impacto de la pandemia sobre la desigualdad de género en otros países.

En enero de 2021, la estimación puntual de la brecha de desempleo con base en la tasa de desocupación nacional presentó una menor holgura en relación a lo observado en junio de 2020, si bien aún ubicándose en ese mes por arriba de cero. No obstante, dada la debilidad de la tasa de participación laboral y de otros indicadores del mercado laboral, es probable que dicha brecha subestime el grado de holgura prevaleciente en ese mercado (Gráfica 40).¹⁴

Gráfica 40
Estimación de la Brecha de Desempleo^{1/}
Por ciento, a. e.
Tasa de Desempleo



a. e. / Cifras con ajuste estacional.

^{1/} Las sombras representan las bandas de confianza. El intervalo corresponde a dos desviaciones estándar promedio de entre todas las estimaciones.

Fuente: Elaboración de Banco de México con información de la ENOE y ENOE^N.

En el periodo octubre — diciembre, con base en la ENOE trimestral se estima que el salario promedio para la economía en su conjunto se incrementó 5.9% respecto del cuarto trimestre de 2019, crecimiento a tasa anual menor al de 8.2% estimado para el tercer trimestre de 2020. A su vez, el salario diario medio

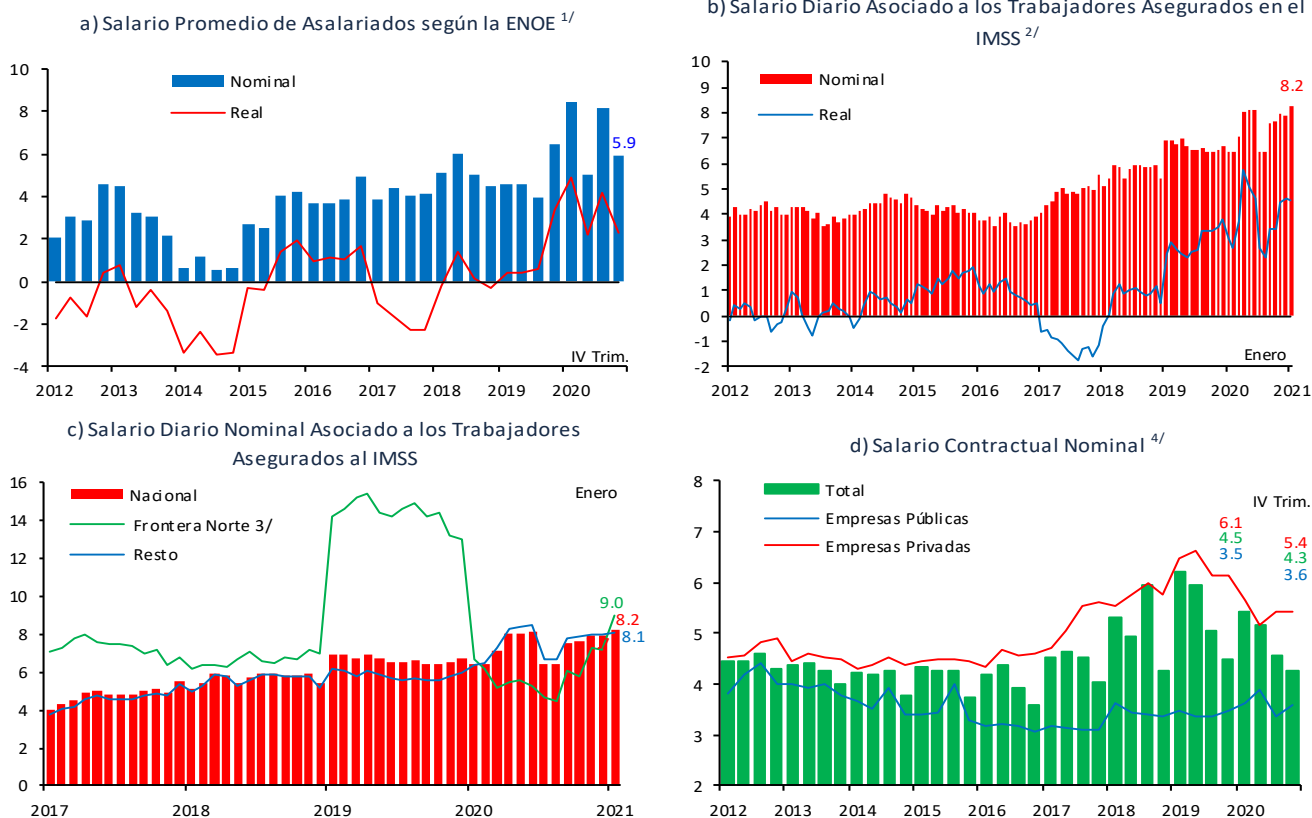
asociado a trabajadores asegurados en el IMSS aumentó en el cuarto trimestre de 2020 a una tasa anual de 7.8%, ritmo superior que el reportado el trimestre anterior, mientras que en enero de 2021 creció a una tasa anual de 8.2%, por encima de los avances de 6.4 y 7.9% de enero y diciembre de 2020, respectivamente (Gráfica 41). La expansión en el último trimestre de 2020 se derivó de un crecimiento anual de 6.7% para los trabajadores que se ubican en la Zona Libre de la Frontera Norte (ZLFN) y de 7.9% para los que laboran en el resto del país. En enero de 2021, en promedio los trabajadores en esas dos regiones exhibieron incrementos respectivos de 9.0 y 8.1%. Por su parte, la revisión promedio de los salarios contractuales negociados en empresas de jurisdicción federal en el cuarto trimestre de 2020 fue de 4.3%, tasa inferior a la de 4.5% observada en el mismo trimestre de 2019. A su interior, las revisiones promedio en empresas privadas y públicas se ubicaron en 5.4 y 3.6%, respectivamente, mismas que se comparan con las de 6.1 y 3.5% registradas en igual periodo de 2019, en el mismo orden. Cabe señalar que el número de trabajadores involucrados en dichas revisiones en 2020 fue aproximadamente 12% inferior a lo observado en 2019. Por su parte, para 2021 el salario mínimo tanto general como para la ZLFN aumentó 15%, al pasar en esta última de 185.6 a 213.4 pesos diarios y en el resto del país de 123.2 a 141.7 pesos diarios.

Finalmente, como resultado de los ajustes nominales descritos, aunado al comportamiento de la inflación, los indicadores salariales continuaron exhibiendo avances en términos reales (Gráficas 41a y 41b).

¹⁴ La brecha de desempleo mide el grado de holgura en el mercado laboral. En particular, se refiere a la diferencia entre la tasa de desempleo observada y la tasa *NAIRU*, definida como la tasa de desempleo congruente con un entorno de inflación estable. De este modo, una brecha de desempleo positiva se asocia a la ausencia de presiones inflacionarias ante la presencia de holgura en el mercado

laboral, mientras que una brecha negativa sugiere posibles presiones inflacionarias derivadas de un mercado laboral apretado. Los detalles sobre la estimación de la brecha se pueden consultar en el Recuadro 3 del Informe Trimestral Octubre – Diciembre de 2016 titulado “Consideraciones sobre la Evolución Reciente de la *NAIRU* y de la *Holgura del Mercado Laboral en México*”.

Gráfica 41
Indicadores Salariales
Variación anual en por ciento



^{1/} Para calcular los salarios nominales promedio se truncó el 1% más bajo y el 1% más elevado de la distribución de los salarios. Se excluyen personas con ingreso reportado de cero o que no lo reportaron.

^{2/} Durante el cuarto trimestre de 2020 se registraron en promedio 19.9 millones de trabajadores asegurados en el IMSS. Los salarios reales fueron deflactados con el INPC.

^{3/} Integrada por los municipios mencionados en el DOF del 26 de diciembre de 2018, la mayoría de los cuales colindan con la frontera norte.

^{4/} El incremento salarial contractual es un promedio ponderado por el número de trabajadores involucrados. El número de trabajadores de empresas de jurisdicción federal que anualmente reportan sus incrementos salariales a la STPS equivale aproximadamente a 2.5 millones.

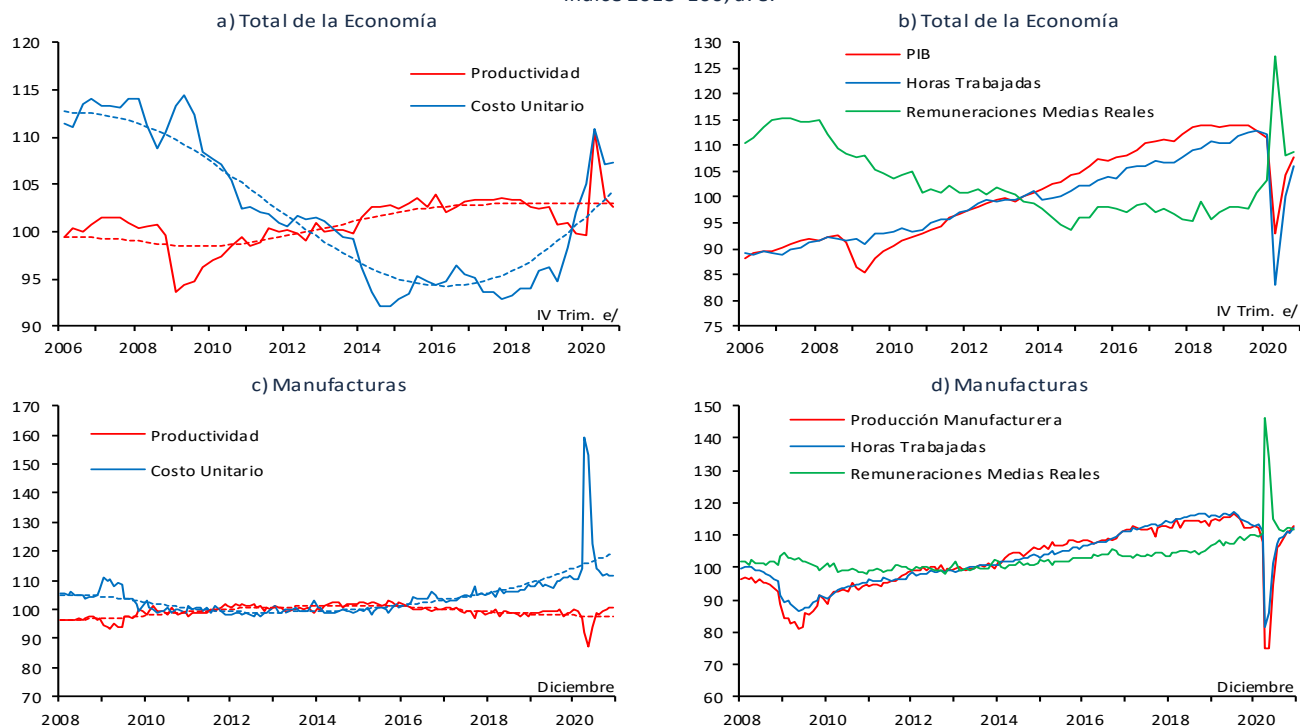
Fuente: Cálculos elaborados por el Banco de México con información del IMSS, STPS e INEGI (ENOE, ETOE y ENOETM).

En cuanto al comportamiento de la productividad para la economía en su conjunto, en el último trimestre de 2020 la productividad laboral se redujo por segundo trimestre consecutivo como resultado de la gradual recuperación del producto y de las horas trabajadas. No obstante estas reducciones, el indicador referido permaneció por encima de los niveles observados previo a la pandemia, lo que refleja que el producto ha mostrado una relativa mayor recuperación que las horas trabajadas. A su vez, el costo unitario de la mano de obra para la economía en su conjunto exhibió en el cuarto trimestre de 2020 un nivel levemente mayor al registrado el trimestre previo, derivado de un crecimiento de las remuneraciones medias reales

ligeramente mayor que el del producto (Gráficas 42a y 42b).

Por su parte, el costo unitario de la mano de obra correspondiente al sector manufacturero se redujo en el último trimestre de 2020, situándose en un nivel ligeramente por arriba del reportado previo a la pandemia. A su vez, la productividad de dicho sector aumentó en el mismo periodo debido a que las horas medias trabajadas en las manufacturas exhibieron un crecimiento relativamente menor al reportado para la producción del sector, ubicándose en un nivel ligeramente superior al observado en el primer trimestre (Gráficas 42c y 42d).

Gráfica 42
Productividad y Costo Unitario de la Mano de Obra y sus Componentes^{1/}
 Índice 2013=100, a. e.



e/ El dato del cuarto trimestre de 2020 es una estimación de Banco de México a partir del PIB del SCNM y de la ENOE^N, INEGI.

a. e./ Serie con ajuste estacional y serie de tendencia. La primera se representa con la línea sólida y la segunda con la punteada.

^{1/} Productividad laboral elaborada con las horas trabajadas.

Fuente: Elaboración de Banco de México a partir de información desestacionalizada de la Encuesta Mensual de la Industria Manufacturera, del Indicador Mensual de la Actividad Industrial (SCNM) y la ENOE^N, INEGI.

2.2.3. Condiciones de Financiamiento de la Economía ¹⁵

En el cuarto trimestre de 2020, las fuentes de recursos financieros de la economía continuaron presentando un crecimiento elevado, reflejando el alto dinamismo de las fuentes internas derivado del mayor ahorro precautorio y la preferencia por liquidez por parte de hogares y empresas. El incremento en la disponibilidad de recursos se ha traducido principalmente en una mayor canalización de fondos para el sector público a lo largo del año, toda vez que el financiamiento al sector privado no

financiero se contrajo por tercer trimestre consecutivo. Por su parte, las fuentes externas continúan siendo inferiores a las observadas en años previos. En este contexto, las medidas adicionales que ha implementado el Banco de México a partir de marzo y abril de 2020 han contribuido a propiciar un comportamiento más ordenado de los mercados, al proveer un soporte de liquidez adicional a los intermediarios financieros, aliviando de esta forma posibles presiones en el mercado de fondos prestables. A continuación, se detalla la evolución de las fuentes y usos de recursos financieros de la economía.

¹⁵ A menos que se indique lo contrario, en esta sección las tasas de crecimiento se expresan en términos reales anuales y se calculan con

base en los saldos ajustados por efectos de variaciones en el tipo de cambio y precios de los activos.

Cuadro 3

Fuentes y Usos de Recursos Financieros de la Economía

	Flujos anuales como porcentaje del PIB								Variación real anual en por ciento				
	2010-14	2015-18	2010-18	2017	2018	2019	2020 T3	2020 T4	2017	2018	2019	2020 T3	2020 T4
	Promedio												
Total de Fuentes	10.0	6.5	8.5	8.0	5.0	6.6	8.8	8.9	1.1	0.1	3.5	3.7	4.5
Fuentes Internas (F1) ^{1/}	5.5	5.2	5.4	6.6	4.1	5.5	7.8	8.7	3.7	1.6	5.6	6.5	8.3
Monetarias (M3) ^{2/}	3.3	3.3	3.3	4.3	2.7	2.7	4.8	5.3	3.9	1.7	3.5	6.4	8.1
M1	1.6	1.8	1.7	1.9	1.0	0.9	3.6	4.0	3.8	0.5	2.2	14.7	16.0
M2-M1	1.2	0.9	1.1	1.5	0.8	1.3	0.7	0.4	1.9	-0.2	4.2	-0.4	-1.0
M3-M2	0.4	0.5	0.5	0.9	0.9	0.5	0.5	0.9	13.0	13.5	6.0	3.9	11.4
No Monetarias ^{3/}	2.2	1.9	2.1	2.3	1.4	2.9	3.0	3.3	3.4	1.3	9.3	6.8	8.7
Fuentes Externas ^{4/}	4.5	1.3	3.1	1.4	0.9	1.0	1.0	0.3	-2.9	-2.4	-0.1	-1.4	-2.4
Total de Usos	10.0	6.5	8.5	8.0	5.0	6.6	8.8	8.9	1.1	0.1	3.5	3.7	4.5
Reserva Internacional ^{5/}	1.7	-0.4	0.8	-0.4	0.1	0.5	1.3	1.4	-8.5	-3.8	0.9	4.2	5.6
Financiamiento al Sector Público	4.2	2.6	3.5	1.1	2.2	2.3	4.0	4.0	-4.2	0.0	2.2	4.0	4.6
Público Federal ^{6/}	3.8	2.5	3.2	1.1	2.2	2.3	3.9	3.9	-4.1	0.3	2.5	4.2	4.7
Estados y municipios	0.3	0.1	0.2	0.1	0.0	0.0	0.1	0.2	-4.6	-4.4	-2.9	-0.3	2.7
Financiamiento al Sector Privado ^{7/}	3.2	3.0	3.1	3.8	2.2	1.8	1.0	0.6	2.9	0.7	1.5	-1.6	-1.8
Interno	2.2	2.9	2.5	3.2	2.7	1.4	0.6	0.4	4.4	4.2	1.7	-2.1	-1.9
Externo	1.0	0.0	0.6	0.6	-0.5	0.4	0.4	0.2	-0.9	-8.8	1.1	0.1	-1.7
Otros conceptos ^{8/}	1.0	1.4	1.2	3.4	0.4	1.9	2.5	3.0	n.s.	n.s.	n.s.	n.s.	n.s.

Nota: Los flujos anuales como porcentaje del PIB se calculan como la suma acumulada de las fuentes y usos de recursos financieros de cuatro trimestres consecutivos expresados como % del PIB promedio de estos mismos trimestres. Las siglas n.s. se refieren a datos no significativos. Las cifras se refieren al cuarto trimestre de cada año, excepto para 2020, que muestra cifras para 2020T3 y 2020T4.

1/ Los activos financieros internos F1 se componen por las fuentes internas monetarias (ver nota 2 de este cuadro) y no monetarias (ver nota 3 de este cuadro).

2/ Se refiere a los instrumentos financieros incluidos en M3, el cual está compuesto por M2 más los valores emitidos por el Gobierno Federal, el Banco de México y el IPAB en poder de los sectores residentes tenedores de dinero. M2, a su vez, se compone por instrumentos líquidos (billetes, monedas y depósitos de exigibilidad inmediata en bancos y entidades de ahorro y crédito popular) e instrumentos a plazo (captación con un plazo residual de hasta 5 años en bancos, entidades de ahorro y crédito popular y uniones de crédito; acciones de los fondos de inversión de deuda; y acreedores por reporto de valores).

3/ Incluye los fondos de ahorro para la vivienda y el retiro, valores privados, otros valores públicos, títulos de crédito emitidos por la banca comercial con plazo residual mayor a 5 años y obligaciones subordinadas.

4/ Incluye los instrumentos monetarios en poder de no residentes (i.e., el agregado MNR, igual a la diferencia entre M4 y M3) y otras fuentes externas no monetarias (endeudamiento externo del Gobierno Federal y de organismos y empresas públicas; los pasivos externos de la banca comercial; el financiamiento externo al sector privado no financiero; la captación de agencias; entre otros).

5/ Según se define en la Ley del Banco de México.

6/ Se refiere a los Requerimientos Financieros del Sector Público (RFSP) de cada ejercicio, los cuales incluyen la aplicación de los remanentes de operación del Banco de México entregados al Gobierno Federal. Por ello, las cifras de los rubros de Financiamiento al Sector Público y de Otros conceptos difieren de las reportadas en la Gráfica "Fuentes y Usos de Recursos Financieros de la Economía".

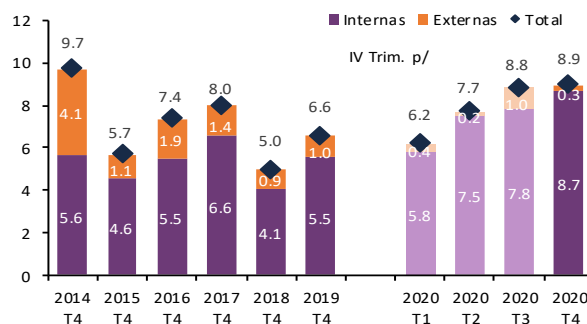
7/ Se refiere a la cartera de crédito de los intermediarios financieros, Infonavit y Fovissste, así como a la emisión de deuda interna y el financiamiento externo de las empresas.

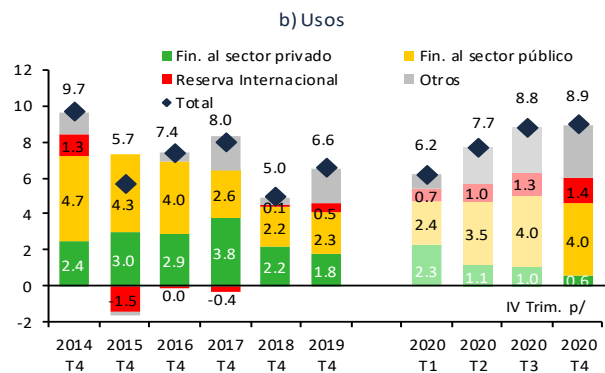
8/ Considera las cuentas de capital y resultados y otros activos y pasivos de la banca comercial y de desarrollo, intermediarios financieros no bancarios, Infonavit y Banco de México (incluyendo los títulos colocados con propósitos de regulación monetaria, como aquellos asociados a la esterilización del impacto monetario de sus remanentes de operación), pasivos no monetarios del IPAB, así como el efecto del cambio en la valuación de los instrumentos de deuda pública, entre otros conceptos.

Fuente: Banco de México.

En particular, las fuentes de recursos financieros de la economía registraron un flujo anual de 8.9% del PIB al cuarto trimestre de 2020, cifra similar a la del trimestre anterior (8.8% del PIB) y superior a la observada al inicio del año de 6.2% del PIB (Gráfica 43 y Cuadro 3). A su interior, se observa un comportamiento heterogéneo, caracterizado por una sustitución de fuentes externas por internas.

Gráfica 43
Fuentes y Usos de Recursos Financieros de la Economía
Flujos anuales como porcentaje del PIB
a) Fuentes





p/ Cifras preliminares.

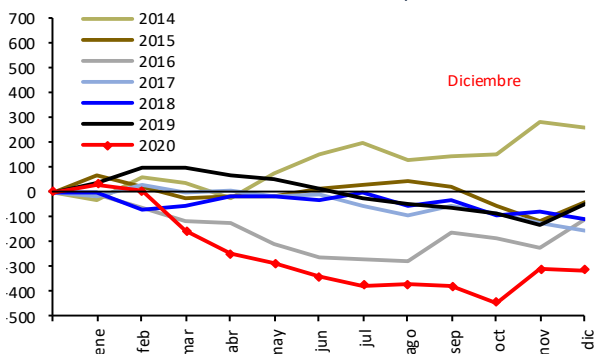
Nota: Las definiciones de cada rubro se muestran en el Cuadro Fuentes y Usos de Recursos Financieros de la Economía. Los rubros de Financiamiento al Sector Público y Otros difieren del mismo, debido a que se excluye el efecto de la aplicación de los remanentes de operación del Banco de México entregados al Gobierno Federal.

Fuente: Banco de México.

Por un lado, las fuentes externas continuaron creciendo a un ritmo moderado, congruente con una menor demanda de activos internos por parte del sector no residente. En particular, las fuentes externas registraron un flujo anual de 0.3% del PIB al cuarto trimestre de 2020, cifra que se compara con 1.0% del PIB en el trimestre previo y con 0.4% del PIB al inicio de la propagación de la pandemia en México, esto es, en el primer trimestre de 2020 (Gráfica 43a). A su interior, si bien la tenencia de valores gubernamentales por parte de no residentes se incrementó en el cuarto trimestre del año, esta se mantiene por debajo del cierre de 2019 (Gráfica 44).

Gráfica 44

Valores públicos en poder de No Residentes a valor nominal ^{1/}
Variaciones acumuladas en miles de millones de pesos de diciembre de 2020 ^{2/}



^{1/} Incluye cetes, bonos a tasa fija, udibonos, Bondes D y valores del IPAB.
^{2/} Las variaciones acumuladas a cada mes corresponden al cambio en el saldo asociado a ese mes respecto del saldo a diciembre del año previo.
Cifras al 31 de diciembre de 2020.

Fuente: Banco de México.

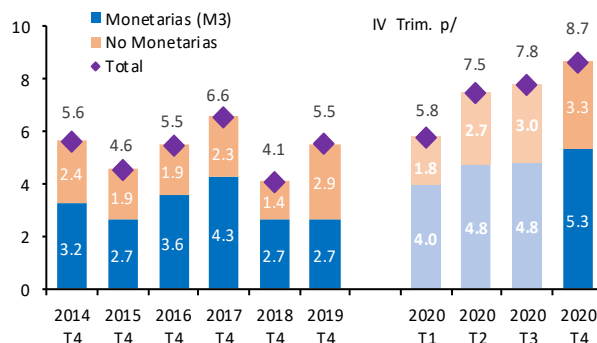
Por el otro, las fuentes internas registraron un flujo anual elevado en el cuarto trimestre de 2020. En efecto, dicho flujo ascendió a 8.7% del PIB en el periodo que se reporta, cifra superior a la observada el trimestre anterior (7.8% del PIB) y a la registrada al inicio de la pandemia en el primer trimestre del año (5.8% del PIB; Gráfica 45a). El incremento en las fuentes internas durante el año es producto de una mayor demanda de instrumentos financieros líquidos por parte de hogares y empresas, la cual responde en parte a motivos precautorios derivados de la pandemia (Gráfica 45c). De esta forma, las fuentes monetarias registraron un flujo anual de 5.3% del PIB en el trimestre de referencia, cifra superior a la observada en el trimestre anterior (4.8% del PIB) y a la observada en el primer trimestre del año (4.0% del PIB).

Al interior de las fuentes internas monetarias, y ante el entorno complejo e incierto que se enfrenta, destaca que el sector privado siguió favoreciendo la tenencia de activos de mayor liquidez y menor riesgo. Ello también responde al menor costo de oportunidad de mantener estos recursos invertidos en instrumentos de menor liquidez o mayor plazo, derivado de las reducciones observadas a lo largo de toda la curva de rendimientos. En este contexto, el agregado monetario M1 registró un flujo anual de 4.0% del PIB, la cifra más elevada de la que se tiene registro (Gráfica 45b). En contraste, los instrumentos monetarios a plazo —contenidos en (M3-M1)— registraron flujos anuales inferiores a los observados al inicio del año.

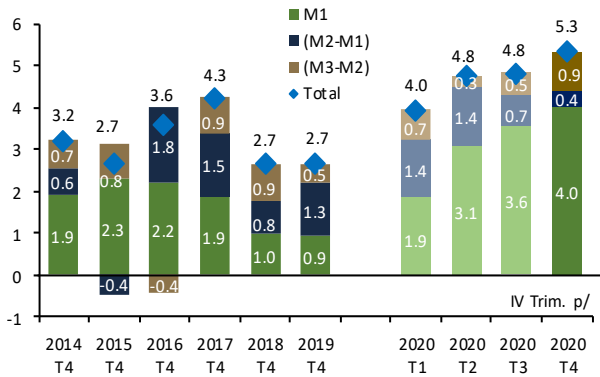
Gráfica 45

Fuentes Internas

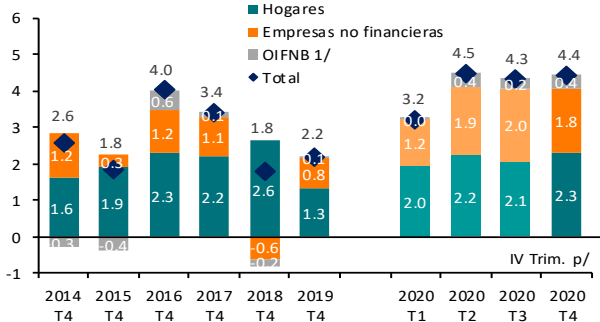
Flujos anuales como porcentaje del PIB
a) Fuentes Internas (F1)



b) Fuentes Monetarias (M3)



c) Agregado Monetario M2 por Tenedor



p/ Cifras preliminares.

1/ Corresponde al saldo de Otros Intermediarios Financieros no Bancarios. Incluye casas de bolsa, sofomes no bancarias, compañías de seguros, almacenes generales de depósito y afianzadoras.

Fuente: Banco de México.

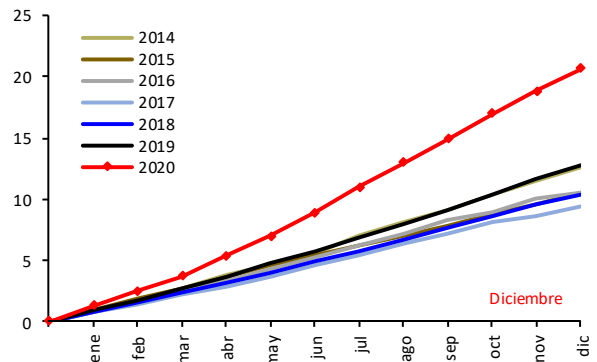
Por su parte, las fuentes no monetarias presentaron un flujo anual de 3.3% del PIB en el trimestre de referencia, cifra superior a la observada el trimestre anterior (3.0% del PIB) y a la registrada en el primer trimestre del año (1.8% del PIB). El incremento en el cuarto trimestre obedece tanto a plusvalías, como a aportaciones netas positivas en los fondos de ahorro para el retiro. Al respecto, es importante destacar que dichas aportaciones se dieron aún en el contexto de un incremento en los retiros parciales por desempleo en las Afores registrado durante el 2020, los cuales fueron superiores a los registrados en años previos, a raíz del deterioro en las condiciones del mercado laboral observado durante la primera mitad del año (Gráfica 46a). De esta forma, los retiros como

proporción de los activos netos de las Afores alcanzaron su nivel máximo desde 2010 (Gráfica 46b). En este contexto, en el Recuadro 4 se analiza la reforma al sistema de pensiones recientemente aprobada, con el objetivo de evaluar sus implicaciones sobre el ahorro obligatorio de los trabajadores, las pensiones que estos alcanzarían y sus posibles efectos redistributivos. Asimismo, se analizan los potenciales efectos de dicha reforma para las finanzas públicas.

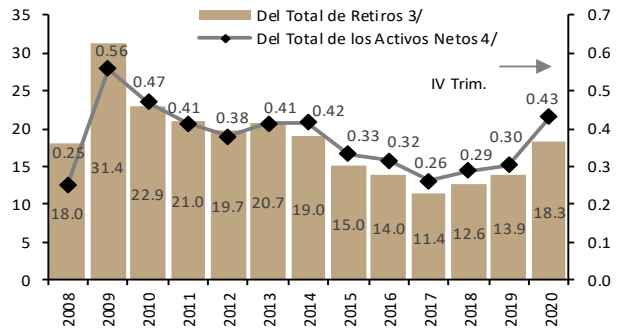
Gráfica 46

Retiros por desempleo en las Afores 1/

a) Variaciones acumuladas en miles de millones de pesos de diciembre de 2020 2/



b) Por ciento



1/ Incluye retiros parciales por desempleo IM SS e ISSSTE.

2/ Las variaciones acumuladas a cada mes corresponden al cambio en los flujos acumulados a ese mes, respecto de los flujos acumulados al mes de diciembre del año previo.

3/ Incluye retiros parciales por desempleo y matrimonio, y retiros del saldo total. IM SS e ISSSTE.

4/ Saldo de los activos netos de las Siefores (incluye básicas y adicionales).

Fuente: Elaborado por Banco de México con información de CONSAR.

Recuadro 4. La Reforma del Sistema de Pensiones de México: Posibles Efectos sobre las Jubilaciones, la Dinámica del Ahorro Obligatorio y las Finanzas Públicas

1. Introducción

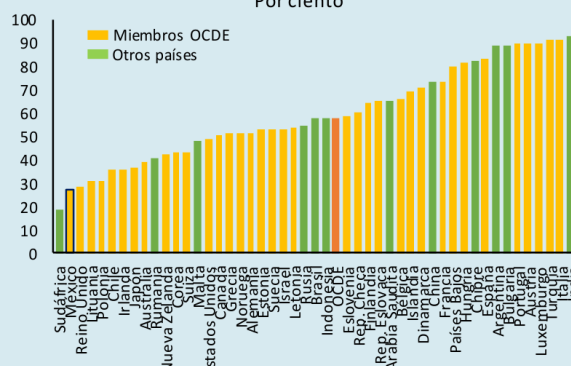
El 9 de diciembre de 2020 se aprobó la reforma al sistema de pensiones de la Ley del Seguro Social de México, la cual entró en vigor el 1 de enero de 2021.¹ Los principales elementos de esta reforma son: i) un incremento en el porcentaje de las aportaciones, en particular las realizadas por los patrones, a las cuentas para el retiro de los trabajadores de 6.5% a 15% del Salario Base de Cotización (SBC), mismo que se realizará de forma gradual a partir de 2023 y concluyendo en 2030; ii) un esquema flexible para la obtención de la pensión mínima garantizada (PMG), la cual ahora varía en función de la edad, el salario promedio del trabajador y las semanas de cotización y que, en general, es mayor a la anterior PMG fija; iii) la reducción en el número de semanas que un trabajador debe haber cotizado al IMSS durante su vida laboral para tener derecho a una pensión; y, iv) el establecimiento de un límite máximo a las comisiones que cobran las administradoras de fondos para el retiro. Esta reforma tiene implicaciones en distintas dimensiones, en particular, en el número de trabajadores que podrán alcanzar una pensión, en el monto de las mismas, en los activos bajo administración de las Sociedades de Inversión de los Fondos para el Retiro (SIEFORES) y en las finanzas públicas. Dichas implicaciones se analizan a continuación.

2. Principales aspectos de la reforma al sistema de pensiones y resultados esperados

En 1997 el sistema de pensiones para el sector privado transitó a un régimen de contribuciones definidas,² en el cual se mantenían áreas de oportunidad que la reforma de 2021 busca atender. En particular, estas áreas de oportunidad se asocian con la cobertura del sistema pensionario, es decir, el porcentaje de la población que obtiene una pensión, y la suficiencia del monto a recibir en el periodo jubilatorio para cubrir las necesidades del pensionado. En efecto, de acuerdo con cifras de la CONSAR, se estima que únicamente un 25% de los trabajadores que cotizan a lo largo de su vida bajo el régimen anterior alcanzarían una pensión. Asimismo, de acuerdo con la OCDE, la tasa de reemplazo para quienes sí obtuvieran una pensión, la cual se define como el monto mensual de la pensión como porcentaje del salario promedio recibido durante la vida laboral del trabajador, hubiese sido, para un trabajador con un ingreso igual al promedio de la distribución salarial, de 27.7%, la más baja entre los países miembros de dicha organización (Gráfica 1). Así, la reforma en vigor desde 2021 busca lograr incrementos sustanciales en la mencionada cobertura de población y suficiencia de pensión.

Para ello se realizaron modificaciones en las siguientes vertientes: i) un incremento en las contribuciones totales a las cuentas individuales de los trabajadores; ii) un esquema para la obtención de una pensión mínima garantizada más flexible; iii) una disminución en el número mínimo de semanas de cotización al IMSS para tener derecho a pensión; y, iv) una reducción en los cobros por comisiones que realizan las Administradoras de Fondos para el Retiro. A continuación se detallan los principales elementos de la reforma y su posible efecto en la pensión de los trabajadores.

Gráfica 1
Tasa de Reemplazo de Pensiones Neta de Impuestos,
Promedio 2018
Por ciento



Nota: Corresponde al promedio simple de la tasa de reemplazo neta de impuestos para hombres y mujeres reportada por la OCDE para trabajadores con un ingreso igual al promedio de la distribución salarial. Fuente: OCDE, *Pensions at a Glance 2019*.

2.1. Contribuciones a las cuentas individuales

Un elemento central de la reforma de 2021 es el incremento gradual de las contribuciones a las cuentas para el retiro de los trabajadores, de 6.5 a 15.0% del Salario Base de Cotización (Gráfica 2). La implementación se dará de la siguiente forma: i) un incremento gradual en la contribución patronal a partir de 2023 que concluye en 2030. Dicha contribución pasará de 5.15% en 2021 y 2022, a 13.875% del SBC en 2030 para los salarios a partir de 4.01 veces la Unidad de Medida y Actualización (UMA) y hasta el tope del SBC de 25 UMA. Para los SBC de 1 salario mínimo (SM) hasta 4 UMA, se da un incremento progresivo de la cuota patronal la cual irá en 2030 desde 5.15% para 1 SM (sin cambio) hasta 12.077% para 4 UMA;³ ii) una redistribución de la aportación gubernamental, la cual se concentrará, en su

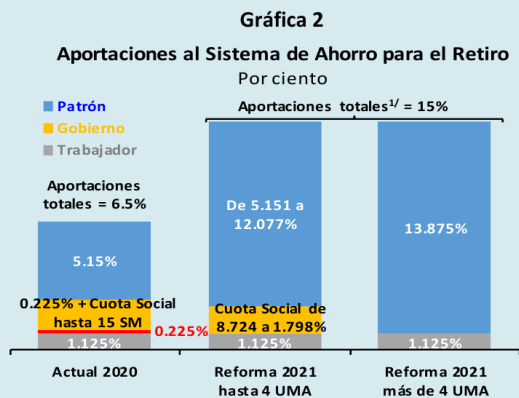
cuenta individual del asegurado administrada por una Administradora de Fondos para el Retiro (AFORE), y cuyo monto de pensión dependerá de los recursos ahorrados en dicha cuenta. El objetivo de dicha reforma era garantizar la sostenibilidad financiera del esquema de pensiones, al tiempo que proveía de transparencia en los ahorros de las cuentas individuales.

³ Incluye la cuota patronal de 2.0% del SBC al ramo de retiro, la cual permanece sin cambios con la reforma de 2021.

¹ Las leyes reformadas son la Ley del Seguro Social y la Ley de los Sistemas de Ahorro para el Retiro. Ver Diario Oficial de la Federación, *Decreto por el que se reforman, adicionan y derogan diversas disposiciones de la Ley del Seguro Social y de la Ley de los Sistemas de Ahorro para el Retiro*, 16 de diciembre de 2020.

² El 1 de julio de 1997 entró en vigor la Ley del Seguro Social (LSS 97) que derogó la Ley del Seguro Social de 1973 (LSS 73). La LSS 97 introdujo un nuevo esquema en materia de pensiones que consistió en sustituir el régimen de beneficios definidos, determinado principalmente con base al salario del trabajador en la etapa final de su vida laboral, por un régimen de contribuciones definidas, el cual es financiado por contribuciones tripartitas (patrón, trabajador y Estado) a una

totalidad, en trabajadores que ganen de 1 SM hasta 4 UMA. En dicho rango la aportación gubernamental será tal que al sumarse con la aportación patronal den en su totalidad 13.875% del SBC. Así, la aportación gubernamental irá desde 8.724% para 1 SM, hasta 1.798% para 4 UMA;⁴ y, iii) la permanencia sin cambio de la aportación del trabajador, en 1.125% del SBC. Manteniendo lo demás constante, la mayor tasa de contribución a las cuentas de los trabajadores incrementará el monto de ahorro en sus cuentas individuales y, consecuentemente, en sus pensiones. No obstante, este no es el único factor de la reforma que tiene un impacto sobre la tasa de reemplazo. El nuevo esquema de PMG también conduce a un aumento del monto de las pensiones.



¹ La cuota social a partir de 2021 se ubica en un rango de 8.724% para trabajadores con un ingreso de 1 salario mínimo a 1.798% para los trabajadores con ingresos de hasta 4 UMA. En el caso de las aportaciones patronales, ésta va de 5.15% para trabajadores con un ingreso de 1 salario mínimo a 13.875% para trabajadores con ingresos de 4 UMA en adelante.

Fuente: Elaboración propia con información de la Ley del Seguro Social.

2.2. Mayor pensión mínima garantizada

Previo a la reforma de 2021, la PMG era un monto fijo para todos los trabajadores elegibles. Esta pensión se otorgaba al cumplirse dos condiciones: i) que el trabajador tuviera un mínimo de 1,250 semanas de cotización; y, ii) tener 65 años de edad.⁵ En 2020, la PMG fue de 3,289.34 pesos mensuales.⁶

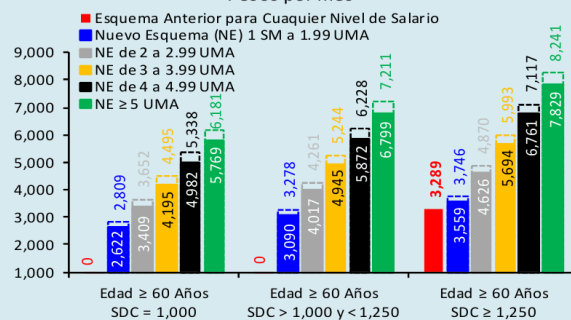
En cambio, con la entrada en vigor de la reforma de 2021, la pensión garantizada es una función creciente de la edad de retiro, las semanas de cotización y el promedio del SBC durante la afiliación del trabajador al IMSS. Con ello, la pensión garantizada oscilará entre 2,622 y 8,241 pesos mensuales. En general, la nueva PMG es mayor a la derogada para un mismo nivel de salario y edad del trabajador (ver Gráfica 3). Por ejemplo, un

⁴ La aportación de la cuota social como porcentaje del SBC es estimada con base en los montos de cuota social en pesos establecidos en la reforma al artículo 168 de la Ley del Seguro Social vigente.

⁵ A partir de los 60 años de edad el asegurado puede disponer exclusivamente de los recursos del seguro de cesantía en edad avanzada. Los recursos del seguro por retiro son disponibles hasta los 65 años de edad. A diferencia de la pensión por vejez, la pensión por cesantía en edad avanzada a los 60 años tiene como requisito que el trabajador acredite haber quedado privado de trabajo remunerado en caso de que el Instituto Mexicano del Seguro Social no haya recibido su aviso de baja.

trabajador con SBC de 4 a 4.99 UMA, al menos 1,250 semanas de cotización, y 65 años de edad, se prevé que tanto en el esquema anterior como en el nuevo sería acreedor a una PMG. Bajo el régimen anterior, la PMG habría sido de 3,289.34 pesos. Con la reforma de 2021, la PMG para este trabajador sería de 7,117.0 pesos, 116% mayor a la del esquema anterior.

Gráfica 3
Pensión Garantizada por Nivel Salarial:
Esquema Anterior y Nuevo Esquema
Pesos por mes



Nota: La pensión garantizada (PG) mostrada en las barras sólidas corresponde a la otorgada con 60 años y la punteada a la otorgada con 65 años o más dado el nivel de salario y las semanas de cotización (SDC) que se indican. Para el rango de 1000 a 1250 SDC, corresponde a la PG de un trabajador que cotizó 1,125 semanas.

Fuente: Elaboración propia con información de la Ley del Seguro Social.

2.3. Reducción de las semanas de cotización requeridas y trabajadores con elegibilidad de pensión

Para incrementar el número de trabajadores elegibles a una pensión, con la reforma de 2021 se reducen las semanas requeridas de cotización ante el IMSS. En particular, el elevado umbral que prevalecía previo a la reforma, de 1,250 semanas de cotización para alcanzar el derecho a la pensión, restringía el número de trabajadores que podían aspirar a este beneficio. En este contexto, la reforma 2021 reduce el requisito de semanas de cotización de 1,250 a 750 semanas en 2021; este nivel mínimo transitorio se incrementa anualmente en 25 semanas de cotización para alcanzar un mínimo permanente de 1,000 semanas a partir de 2031. Esta reducción busca incluir en la red de beneficiarios del sistema a un mayor número de trabajadores, y reconoce la estructura del mercado laboral en México, en el cual una alta proporción de trabajadores transitan entre la formalidad e informalidad durante su vida laboral (Levy, 2020; Zamarripa, 2020).

⁶ La pensión garantizada hasta el 31 de diciembre de 2020 equivalía a 3,289.34 pesos mensuales, monto que resulta de actualizar el salario mínimo general vigente en el Distrito Federal el 1 de julio de 1997 equivalente a 26.45 pesos diarios con el factor que se obtiene del cociente entre el Índice Nacional de Precios al Consumidor de diciembre de 1996 y el de diciembre de 2019. Adicionalmente, el artículo décimo cuarto transitorio del Decreto por el que se reforman diversas disposiciones de la Ley del Seguro Social publicado en el Diario Oficial de la Federación el 20 de diciembre de 2001 estableció que las pensiones determinadas para los seguros de cesantía en edad avanzada y el de vejez se incrementarían en 11% al momento de su determinación por lo que cuando la pensión determinada equivale a la pensión garantizada esta se incrementa en dicho porcentaje.

2.4. Comisiones cobradas por las administradoras de fondos para el retiro

La reforma a la Ley de los Sistemas de Ahorro para el Retiro establece un límite máximo a las comisiones cobradas por las Administradoras de Fondos para el Retiro, el cual se determinará como el promedio aritmético de los cobros en materia de comisiones en los sistemas de contribución de los Estados Unidos de América, Colombia y Chile, y de acuerdo a los criterios que emita la Junta de Gobierno de la CONSAR. Todo lo demás constante, la pensión neta de comisiones para un trabajador sería mayor bajo esta reforma.

2.5. Evaluación

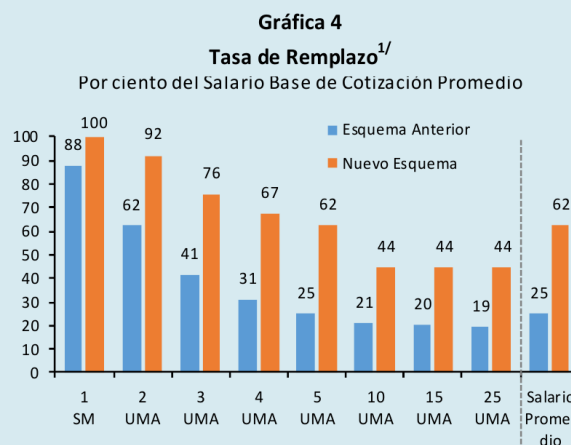
Tomando en consideración todo lo anterior, se estima lo siguiente respecto de la reforma de 2021:

i) **Se incrementa el número de trabajadores que pueden acceder a una pensión.** En México, la densidad de cotización (DDC) de los trabajadores, es decir, la proporción de periodos con aportación que el trabajador realiza al sistema de pensiones respecto del total de tiempo que ha permanecido en el mercado laboral, ha sido baja como resultado de la elevada intermitencia de los trabajadores entre el sector formal e informal. De acuerdo con cifras de CONSAR, la DDC promedio es de 44.3%, lo que significa que el trabajador promedio pasa menos de la mitad de su vida laboral en el sector formal de la economía.⁷ Esto propiciaba que bajo el régimen anterior, un número reducido de trabajadores podía cumplir con los requisitos para alcanzar pensión.

Por ejemplo, para un individuo que comienza a trabajar a los 22 años y se retira a los 65 años, bajo el régimen anterior alcanzaba una pensión con una DDC mínima de 56%. No obstante, alrededor del 75% de los trabajadores afiliados al IMSS presentan una DDC inferior por lo que no serían elegibles a una pensión. Con la reforma, la reducción a 750 semanas de cotización reduciría a 34% la DDC mínima de ese trabajador y con ello únicamente el 5% de los trabajadores quedaría excluido de recibir una pensión. Al finalizar el periodo de transición, con 1,000 semanas mínimas de cotización, la DDC mínima sería de 45% y el porcentaje de asegurados que no alcanzaría pensión sería de 55%.

ii) **Se incrementan considerablemente las tasas de reemplazo.** Ello se ilustra mediante un ejercicio que toma en cuenta a un trabajador que cumple con los requisitos de pensionarse bajo los dos esquemas, y observar sus tasas de reemplazo hipotéticas a distintos niveles de SBC. Esta estimación supone que el último salario recibido por el trabajador es igual al salario promedio de cotización observado durante su carrera laboral. Es importante señalar que el ejercicio considera dos cambios fundamentales de la reforma de 2021: las mayores aportaciones a las cuentas individuales de todos los trabajadores, y la flexibilización de la PMG que ahora será de mayor cuantía y se otorgará a más trabajadores.

Las tasas de reemplazo estimadas para un mismo trabajador bajo los esquemas previo y posterior a la reforma de 2021 se ilustran en la Gráfica 4.



^{1/} Supone una anualidad calculada para una persona que cotizó 1,250 semanas, que adquiere su pensión a los 65 años de edad con una esperanza de vida de 15 años, que su último salario es igual al salario promedio de cotización en su vida laboral y con un rendimiento real neto de comisiones de los activos acumulados en su cuenta individual de 3.0%. Fuente: Estimación propia con información de la Ley del Seguro Social.

Considerando lo anterior, los principales resultados con la reforma de 2021 respecto de las tasas de reemplazo serían: i) las tasas de reemplazo aumentan considerablemente para todos los niveles de ingreso; y, ii) el incremento en puntos porcentuales de la tasa de reemplazo es mayor para trabajadores con ingresos de hasta 5 UMA, que para trabajadores con ingresos más altos. Esto se debe a que la flexibilización de la PMG actúa en favor de los trabajadores con niveles de ingresos más bajos.

Para finalizar esta sección, es relevante enfatizar que los beneficiarios para los trabajadores de la reforma al sistema de pensiones 2021 se incrementarían en mayor grado en la medida en que se instrumenten otras medidas de políticas públicas que incentiven una mayor formalización del mercado laboral de México.

3. Implicaciones para los activos administrados por las SIEFORES

El sistema de pensiones introducido en 1997 ha contribuido de manera importante al desarrollo de los mercados de deuda interna del país a través del aumento continuo del ahorro financiero de los hogares.⁸ En particular, las Sociedades de Inversión Especializadas en Fondos para el Retiro (o SIEFORES) se han convertido en inversionistas institucionales muy importantes para los mercados financieros nacionales. Por ejemplo, los fondos de estas instituciones han permitido tanto aumentar el plazo de financiamiento del Gobierno Federal, favoreciendo así la sustitución de deuda externa por interna, como dotar de

⁷ Comisión Nacional del Sistema de Ahorro para el Retiro (2019). "Diagnóstico de la Generación AFORE IMSS", México: Apuntes Sobre el SAR no. 2.

⁸ Para mayor detalle, ver el capítulo III de "El Mercado de Valores Gubernamentales en México" de Banco de México, disponible en el siguiente vínculo:

<https://www.banxico.org.mx/elib/mercado-valores-gub/OEBPS/Text/default.html>

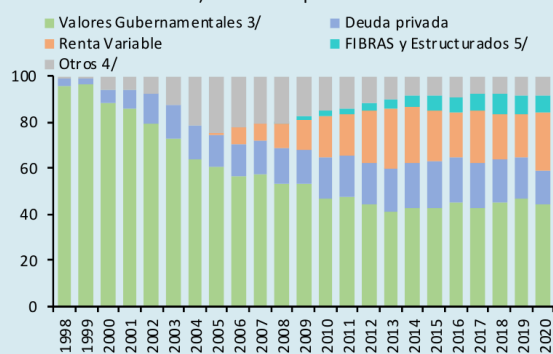
profundidad y liquidez a la curva de rendimientos de dichos valores. En este sentido, la reforma recién aprobada podría contribuir aún más a potenciar el desarrollo del sistema financiero, aportando más recursos no solo al mercado de valores gubernamentales, sino también a los de deuda corporativa y renta variable.

En efecto, los activos netos de las SIEFORES han aumentado significativamente desde 1998, hasta alcanzar un 20% del PIB al cuarto trimestre de 2020 (Gráfica 5a). Una proporción elevada de estos activos está invertida en instrumentos internos de renta fija. No obstante, dicha proporción ha disminuido gradualmente, favoreciendo otro tipo de instrumentos. Así, al cuarto trimestre de 2020, las SIEFORES tenían 44.0% de sus activos netos invertidos en valores gubernamentales, 25.2% en títulos de renta variable, 14.8% en deuda privada interna y el resto en FIBRAS y otros instrumentos (Gráfica 5b).

Gráfica 5
Activos Netos de las SIEFORES ^{1/}
a) Por ciento del PIB ^{2/}



b) Estructura porcentual



^{1/} Activos netos de las SIEFORES Básicas y Adicionales.

^{2/} PIB promedio de cuatro trimestres.

^{3/} Incluye Cetes, Bonos D, Bonos a tasa fija y Udibonos.

^{4/} Incluye deuda internacional, UMS, valores IPAB, entre otros.

^{5/} Incluye CKDs y Certificados Bursátiles Fiduciarios Inmobiliarios.

Fuente: Estimaciones por Banco de México con información de la Consar.

⁹ En ambos escenarios, se supone que la masa salarial real y el número de trabajadores registran crecimientos anuales de 0.5% y 3.8%, respectivamente, reflejando el promedio observado de los últimos ocho años. Además, para proyectar el comportamiento futuro de los activos netos de las SIEFORES, se estiman los rendimientos de la inversión de sus recursos. Para ello se supone un rendimiento neto real anual de 1.9%, equivalente a lo observado en los últimos 8 años.

Dada la relevancia de las SIEFORES como inversionistas institucionales, es importante evaluar el posible impacto de la reforma recién aprobada sobre el volumen de los activos bajo su administración. Ello, porque es de esperarse que dichos recursos aumenten como resultado de los cambios aprobados a las aportaciones patronales a las cuentas individuales de los trabajadores. Así, se presentan a continuación los resultados de un ejercicio de simulación, mismo que considera dos escenarios:⁹

(i) Escenario sin reforma, donde se mantienen sin cambio las aportaciones patronales, de los trabajadores y del Gobierno Federal. En particular, en este escenario se mantiene la aportación patronal en 5.15% sin importar el nivel salarial del trabajador, mientras que la suma de las aportaciones tripartitas se ubica en un rango comprendido entre 11.18% para aquellos trabajadores con un SBC de un salario mínimo y 6.50% para trabajadores cuyo SBC es igual o mayor a 25 UMA.

(ii) Escenario con reforma, donde se incorporan los cambios propuestos a las aportaciones patronales. En particular, el escenario instrumenta los incrementos graduales de dichas aportaciones hasta el 2030, de tal forma que en ese año estas se ubicarían entre 5.15% para trabajadores con un SBC de un salario mínimo y 13.875% para trabajadores con un SBC a partir de 4.01 UMA y hasta el tope de 25 UMA. Asimismo, si bien este escenario supone que el total de las aportaciones gubernamentales se mantiene sin cambios, no excluye el hecho de que estas se redistribuyan en beneficio de aquellos trabajadores con menores ingresos, en particular, para los que tienen un SBC igual o menor a 4 UMA. En tanto, las aportaciones de los trabajadores se quedan sin cambios con respecto del escenario sin reforma.

Ambos escenarios se simulan hasta 2040, es decir, 10 años después de haber concluido la etapa de transición de la nueva reforma. En ambos se utiliza el crecimiento promedio observado de los últimos 8 años para proyectar de 2021 a 2040 al PIB real, a los trabajadores afiliados al IMSS y a las revisiones salariales contractuales en términos reales. Por su parte, también se considera el resultado promedio de los últimos 8 años del rendimiento real anual de la cartera de las SIEFORES para proyectar esta variable.¹⁰

Con base en estos supuestos, se obtiene que en el escenario con reforma los activos netos de las SIEFORES alcanzarían 56% del PIB en el 2040, mientras que en el escenario sin reforma dichos activos representarían el 35% del PIB (Gráfica 6a). En el primer escenario, el incremento de 36 puntos porcentuales respecto a lo observado en el 2020 (es decir, 20% del PIB) provendría de un aumento significativo en las contribuciones patronales (Gráfica 6c). Por su parte, en el escenario sin reforma, el aumento de 15 puntos porcentuales respecto del mismo nivel de referencia se explicaría solamente por un mayor crecimiento inercial de los activos netos de las SIEFORES respecto del crecimiento inercial

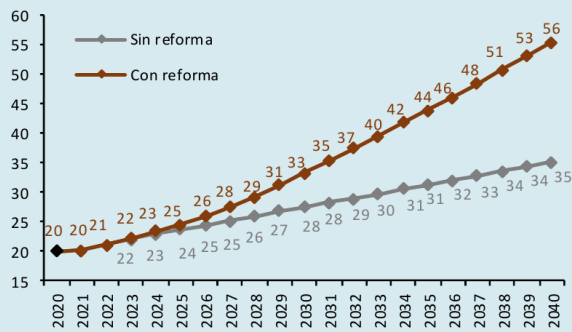
¹⁰ Las tasas anuales de crecimiento promedio de los últimos 8 años para las variables utilizadas en la proyección son las siguientes: 2.3% para el PIB real, 3.8% para el número de trabajadores afiliados al IMSS y 0.5% para las revisiones salariales contractuales. En tanto, el rendimiento real anual promedio de los últimos 8 años para la cartera de las SIEFORES se ubica en 1.9%

del PIB. Estos resultados dependen de los supuestos considerados. Por ejemplo, si se observara un rendimiento menor de la cartera de las SIEFORES a lo considerado, o bien un crecimiento de los trabajadores afiliados al IMSS a lo largo del periodo de proyección más bajo de lo anticipado, o incluso un crecimiento de los salarios también menor, entonces la acumulación de activos bajo administración de las SIEFORES mostraría un dinamismo menor a lo proyectado.

Gráfica 6

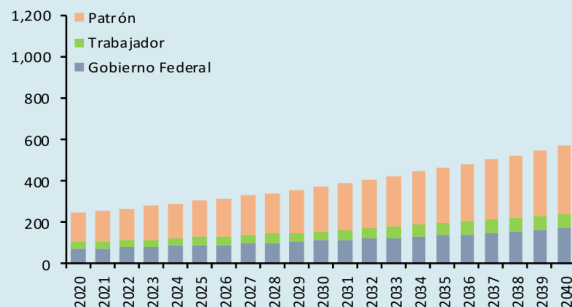
Resultados de las Proyecciones

a) Proyección de los Activos bajo administración de las AFORES ^{1/}
Por ciento del PIB ^{2/}

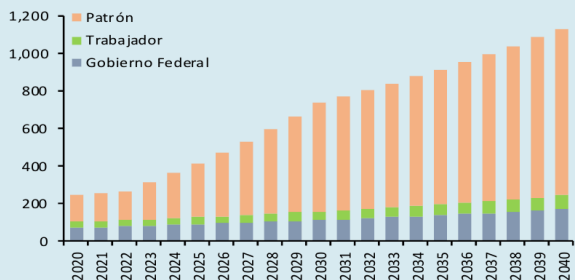


Miles de millones de pesos reales

b) Contribuciones anuales a las AFORES sin Reforma ^{3/}



c) Contribuciones anuales a las AFORES con Reforma ^{4/}



^{1/} Activos netos (SIEFORES Básicas y Adicionales). Para las proyecciones de 2021 a 2040, se consideran además los retiros previstos de las SIEFORE Básica de Pensiones, 55-59, 60-64, 65-69, 70-74 y 75-79 .

^{2/} PIB promedio de cuatro trimestres.

^{3/} Por concepto de Retiro, Cesantía en Edad Avanzada y Vejez (RCV), y la cuota social por parte del Gobierno Federal. Total de 6.5% del SBC.

^{4/} Por concepto de RCV y la cuota social por parte del Gobierno Federal. Aumento gradual hasta llegar al total de 6% del SBC en 2030.

Fuente: Estimaciones por Banco de México con información de la Consar.

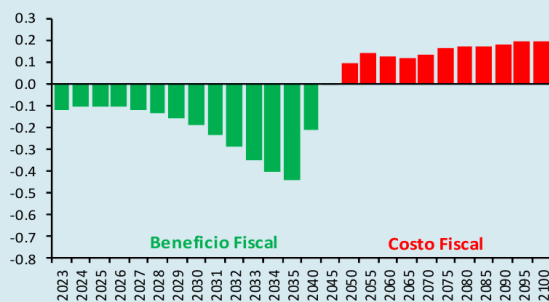
4. Efecto de la reforma sobre las finanzas públicas

Se estima que los cambios previamente explicados tendrán implicaciones para las finanzas públicas a través de tres canales:

- a) La modificación de la cuota social y la derogación de la contribución del Gobierno Federal. Lo anterior contribuirá positivamente a las finanzas públicas debido a que la mayor aportación por concepto de cuota social en la que incurrirá el Estado, ahora concentrada en el grupo de trabajadores con SBC de hasta 4 UMA, sería más que compensada por el ahorro que obtiene de haber eliminado la aportación del Estado de 0.225% del SBC para todos los cotizantes del IMSS. Así, la modificación de la cuota social generaría un beneficio fiscal cuyo valor presente se estima en 5.2% del PIB entre 2023 y 2100.
- b) Las recuperaciones por parte del Gobierno Federal de los recursos acumulados en las cuentas individuales de los trabajadores que decidan pensionarse bajo la LSS 73 generaría un beneficio fiscal, dadas las mayores capitalizaciones que tendrán con el incremento de las aportaciones, cuyo valor presente se estima en 3.6% del PIB entre 2023 y 2100. Esta estimación supone que todos los trabajadores con opción a elegir su régimen de pensión, elegirán los términos previstos por LSS 73 dados los menores requisitos de semanas de cotización (500 semanas) y un monto de pensión que no depende de los recursos acumulados en su cuenta individual, sino del promedio de su salario en las últimas 250 semanas de cotización. Por ello, el incremento en las aportaciones a sus cuentas individuales no implicará ningún beneficio directo a este grupo de asegurados, pero sí mayores recursos a transferirse al Gobierno Federal. Al cierre de 2018, el IMSS reportó que alrededor de 6.3 millones de asegurados pueden elegir pensionarse por la LSS 73; si bien la edad promedio de este grupo es de 56 años, los miembros más jóvenes estarían por cumplir los 40 años, por lo que se estima que el último trabajador que podría pensionarse por LSS 73 lo haría a más tardar en 2045.

Gráfica 7

Costo Fiscal de la Reforma
% del PIB



Fuente: Cálculos propios con información de CONAPO, CONSAR, IMSS, INEGI y LSS.

c) El otorgamiento de una PMG de mayor cuantía a un mayor número de trabajadores, dada la flexibilización en el requisito de semanas de cotización para obtenerla, daría lugar a un costo fiscal cuyo valor presente se estima en 9.1% del PIB en el periodo 2021 a 2100, si bien se prevé que hasta 2045 el valor presente del costo sería de solo 1.3% del PIB. Este costo fiscal se debe a que la ley establece que la pensión garantizada, si bien se paga en primer término con los recursos acumulados en la cuenta individual del trabajador, al agotarse dichos recursos la pensión se financia con cargo al Gobierno Federal. Esta estimación considera que los cotizantes se pensionan a diferentes edades en el rango de 60 y 65 años y que cotizaron ininterrumpidamente en el régimen establecido en la LSS 97 en el mismo nivel de salario. Se supone además un rendimiento real de los recursos acumulados en las cuentas individuales, neto de comisiones, de 3.0% anual. Asimismo, al igual que en el caso de la estimación de la cuota social, considera las trayectorias estimadas de la población del Consejo Nacional de Población, una estimación propia del número de cotizantes del IMSS en cada año, así como una estructura salarial similar a la observada en 2019. Este costo se vería reducido por aquellos factores que incrementen el volumen de ahorro como un aumento en el salario promedio o mayores rendimientos, lo cual reduce la probabilidad de que el trabajador reciba una pensión garantizada o, que si lo hace, su periodo de autofinanciamiento sea más prolongado. Por el contrario, un aumento de la esperanza de vida tendería a incrementar el costo fiscal de la pensión garantizada.

En suma, se estima que el impacto de esta reforma sobre las finanzas públicas represente un ligero costo fiscal en valor presente neto (VPN) de 0.3% del PIB de 2020 para todo el periodo de análisis, si bien entre 2023 y 2045 se observaría un beneficio fiscal de 4.6% del PIB, de 2046 a 2100 habría un costo fiscal de 5.0% del PIB (Gráfica 7).

5. Consideraciones finales

Este recuadro presenta los principales elementos de la reciente reforma al sistema de pensiones. Los principales resultados que dicha reforma conllevaría son: i) un mayor número de

trabajadores que podrá acceder a una pensión, al reducirse las semanas de cotización requeridas ante el IMSS; ii) una pensión más alta debido al incremento en las aportaciones a las cuentas individuales de los trabajadores y a la mayor flexibilización de la PMG; y, iii) una recuperación de un saldo mayor para trabajadores que no cumplan con los requisitos para una pensión, dadas sus mayores aportaciones. Así, la reforma en vigor en 2021 beneficiaría principalmente a aquellos trabajadores formales que se jubilen bajo la ley 97, es decir, que su jubilación esté en función de las contribuciones realizadas a su cuenta individual. En cuanto a los activos bajo administración de las SIEFORES, la reforma recién aprobada conlleva un importante crecimiento sostenido del ahorro interno que permitirá una mayor disponibilidad de recursos para el financiamiento de proyectos productivos de largo plazo. Por último, esta reforma representaría sobre las finanzas públicas un ligero costo fiscal en VPN de aproximadamente 0.3% del PIB de 2020 para todo el periodo de análisis de 2021 a 2100, aunque durante los primeros 23 años se observaría un beneficio fiscal de 4.6% del PIB, mientras que durante el resto del periodo habría un costo fiscal de 5.0% del PIB.

6. Referencias

Diario Oficial de la Federación (16 de diciembre de 2020). “Decreto por el que se reforman, adicionan y derogan diversas disposiciones de la Ley del Seguro Social y de la Ley de los Sistemas de Ahorro para el Retiro”. Secretaría de Gobernación.

Levy, S. (12 de agosto de 2020). “La propuesta de reforma de pensiones: una valoración preliminar”, Nexos.

OCDE (2015). *OECD Reviews of Pension Systems: Mexico*. OECD Publishing.

OCDE (2019). *Pensions at a Glance 2019*. OECD Publishing.

OCDE (2020). *OECD Pensions Outlook 2020*. OECD Publishing.

OCDE. (2015). *OECD Reviews of Pension Systems: Mexico*. OCDE.

Zamarripa, G. (13 de agosto de 2020). “La reforma de pensiones: impactos y beneficios”, Nexos.

En lo que toca a los usos de los recursos financieros de la economía, se observó que, a partir del inicio de la pandemia en México, las necesidades de financiamiento del sector público se han incrementado, al pasar de un flujo anual de 2.4% del PIB al primer trimestre a 4.0% del PIB al tercero y cuarto trimestres (Gráfica 43b).

Por su lado, el saldo de la reserva internacional se situó en 195.7 miles de millones de dólares (mmd) al cierre de 2020, cifra superior a la observada el trimestre anterior (194.0 mmd). Ello fue resultado de efectos de valuación positivos y de ventas de dólares del Gobierno Federal y Pemex al Banco de México por un monto total de 1.3 mmd.

Por su parte, el financiamiento total al sector privado no financiero registró un flujo anual de 0.6% por ciento del PIB en el cuarto trimestre del año, nivel inferior al flujo de 1.0% del PIB observado en el trimestre previo y substancialmente menor al 2.3% del PIB registrado en el primer trimestre del año (Gráfica 43b).

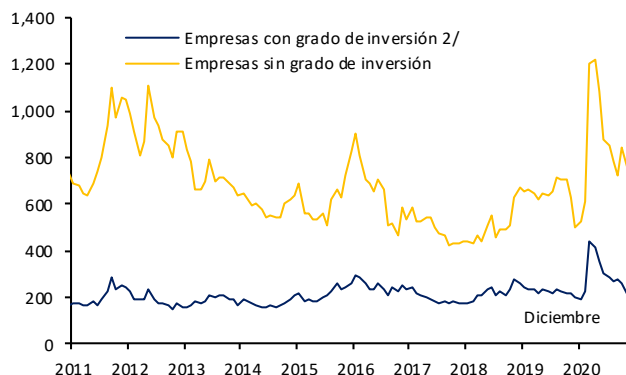
En términos de variaciones reales anuales, los menores flujos condujeron a que el financiamiento total a las empresas se redujera por tercer trimestre consecutivo, al registrar una variación real anual de -3.2% (Gráfica 47). Ello fue resultado de una menor actividad en la colocación de deuda corporativa respecto al trimestre previo y de disminuciones

adicionales en la cartera de créditos bancarios a las empresas, lo cual responde tanto a factores de oferta como de demanda.

Profundizando en lo anterior, en el cuarto trimestre las empresas privadas prácticamente no realizaron colocaciones en los mercados internacionales. Ello, después de que en el trimestre previo se registrara una reactivación de la actividad en dichos mercados ante una mejoría de las condiciones de financiamiento (Gráfica 48). Así, la colocación externa neta de las empresas privadas se ubicó en -0.2 mmd en el cuarto trimestre, resultado de emisiones y ampliaciones por 0.6 mmd, contra vencimientos y prepagos por 0.8 mmd. Lo anterior contribuyó a que el financiamiento externo a las empresas registrara una reducción a tasa real anual de 1.7% en el cuarto trimestre (Gráfica 47).

Por su parte, el componente interno del financiamiento a las empresas continuó acentuando su reducción durante el cuarto trimestre, al registrar una variación de -4.1%, tasa que se compara con -2.8% del trimestre previo (Gráfica 49). Este comportamiento continúa siendo explicado principalmente por la contracción del crédito bancario tanto a empresas grandes como a las de menor tamaño. Asimismo, destaca que en el cuarto trimestre la colocación de deuda corporativa por parte de las empresas emisoras en el mercado nacional se moderó luego del mayor dinamismo registrado en el tercer trimestre (Gráfica 50).

Gráfica 48
Diferencial de Crédito de las Colocaciones Privadas Externas^{1/}
Puntos base



^{1/} El diferencial de crédito se calcula respecto al rendimiento de un bono de la Tesorería de la Reserva Federal con un plazo remanente comparable. Incluye únicamente bonos emitidos en dólares de los EUA y a tasa fija.

^{2/} Las empresas con grado de inversión presentan calificación BB+ o superior según el índice BBG Composite, índice construido por Bloomberg a partir de las calificaciones de las principales calificadoras. Fuente: Estimaciones del Banco de México con datos de Bloomberg.

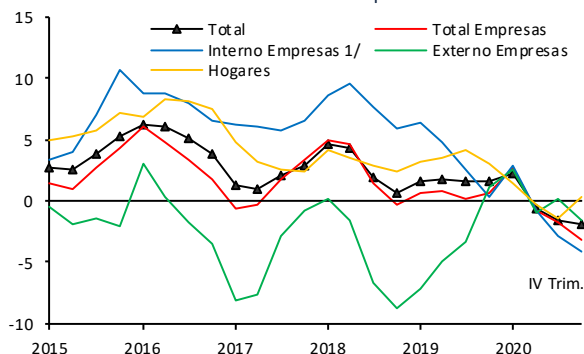
Gráfica 49
Financiamiento Interno a las Empresas Privadas No Financieras
Variación real anual en por ciento



^{1/} Las cifras se ajustan por la salida e incorporación de algunos intermediarios financieros a la estadística de crédito. Incluye el crédito de otros intermediarios financieros no bancarios.

Fuente: Banco de México.

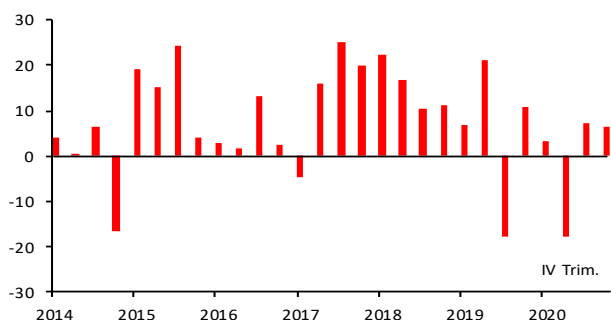
Gráfica 47
Financiamiento Total al Sector Privado No Financiero
Variación real anual en por ciento



^{1/} Las cifras se ajustan por la salida e incorporación de algunos intermediarios financieros a la estadística de crédito. Incluye el crédito de la banca comercial, de desarrollo y de otros intermediarios financieros no bancarios.

Fuente: Banco de México.

Gráfica 50
Colocación Neta de Valores de Mediano Plazo de Empresas
Privadas No Financieras ^{1/}
 Miles de millones de pesos



^{1/} Colocaciones menos amortizaciones (vencimientos y prepagos) en el trimestre.

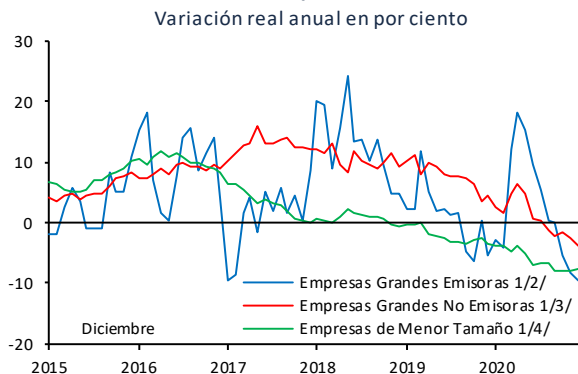
Fuente: Banco de México.

En lo referente al crédito bancario, el canalizado a las empresas grandes mantuvo la pérdida de dinamismo iniciada en mayo, contrayéndose por segundo trimestre consecutivo (Gráfica 51). A lo anterior han contribuido tanto factores de demanda como de oferta. En particular, de acuerdo con la encuesta a bancos que realiza trimestralmente el Banco de México (EnBan), este grupo de empresas continuó presentando un debilitamiento en su demanda de crédito debido a una menor necesidad de financiamiento respecto del inicio de la pandemia. En particular, la EnBan reporta que la necesidad de las empresas grandes para financiar la inversión en activos fijos siguió reduciéndose en el cuarto trimestre (Gráfica 52). Lo anterior es congruente con el débil desempeño de la inversión en un contexto de

incertidumbre generado por la pandemia. Asimismo, los bancos señalaron que las condiciones de otorgamiento de crédito para las empresas grandes continuaron estrechándose durante el cuarto trimestre, lo que responde a la preocupación por un mayor riesgo de crédito y consecuentemente un deterioro en la calidad de la cartera de este segmento de empresas, así como a una menor tolerancia al riesgo.

Por su parte, el crédito bancario a las empresas de menor tamaño extendió la contracción que se ha observado desde el primer trimestre de 2019 (Gráfica 51). Ello, a pesar de que, de acuerdo con la EnBan, la demanda de crédito percibida por los bancos por parte de estas empresas se incrementara en el tercer trimestre y se mantuviera sin cambios en el cuarto. No obstante, a pesar de que los bancos reportaron haber mantenido sin cambios sus condiciones y estándares de otorgamiento para este segmento de empresas en el cuarto trimestre, dichas condiciones se apretaron considerablemente en el segundo y tercer trimestres y continúan siendo estrechas. A lo anterior, ha contribuido la percepción por parte de los bancos de un elevado riesgo de crédito debido al deterioro en la calidad de la cartera de crédito de este grupo de empresas, así como una menor tolerancia al riesgo a lo largo del año. Así, el comportamiento de la cartera de crédito de este segmento ha estado dominado por factores de mayor restricción por el lado de la oferta, los cuales se acentuaron a partir de la pandemia.

Gráfica 51
Crédito Vigente de la Banca Comercial por Tamaño de Empresa



1/ Cifras ajustadas por efecto cambiario.

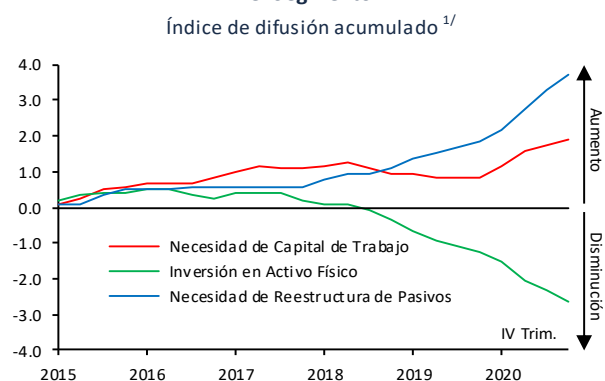
2/ Empresas privadas no financieras que han realizado al menos una emisión de deuda interna o externa de diciembre de 2003 a la fecha.

3/ Empresas no emisoras que han obtenido créditos superiores a 100 millones de pesos al menos en algún mes de diciembre de 2003 a la fecha.

4/ Empresas no emisoras que no han obtenido créditos superiores a 100 millones de pesos al menos en algún mes de diciembre de 2003 a la fecha.

Fuente: Banco de México.

Gráfica 52
Factores Relacionados con la Demanda de Crédito de Empresas Grandes según Bancos con Mayor Participación en el Segmento



1/ Para cada trimestre, el índice de difusión puede tomar un valor de -1 a 1, donde los valores positivos (negativos) denotan aumentos (disminuciones) en el concepto correspondiente. El índice de difusión acumulado se calcula sumando el valor correspondiente a cada trimestre a la suma de los trimestres previos.

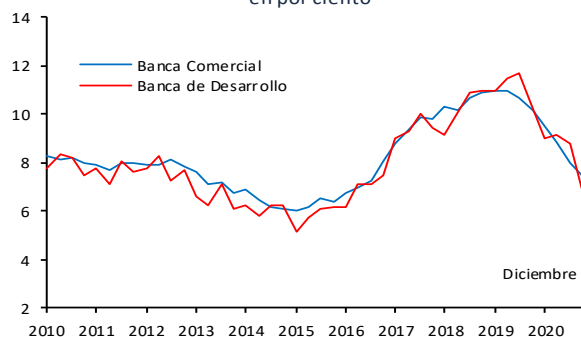
Fuente: Encuesta sobre Condiciones Generales y Estándares en el Mercado de Crédito Bancario (EnBan), Banco de México.

En cuanto a los costos de financiamiento a las empresas, las tasas de interés del crédito bancario siguieron en general la dinámica de la tasa de fondeo bancario (Gráfica 53). Los márgenes de intermediación continúan en niveles superiores a los observados antes de la pandemia, aunque estos han mostrado en el cuarto trimestre una ligera reducción (Gráfica 54).

Gráfica 53

Costos de Financiamiento de las Empresas Privadas No Financieras

Tasa de interés anual de nuevos créditos ^{1/}, promedio trimestral en por ciento



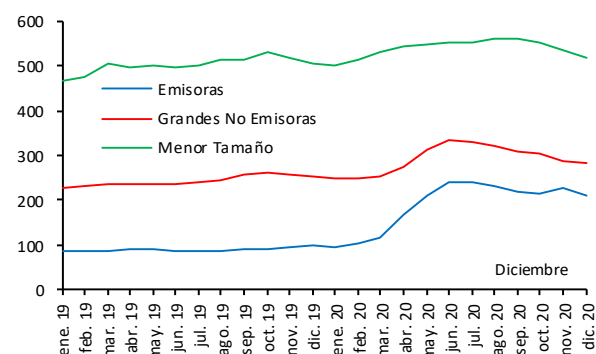
1/ Tasa promedio ponderada por el saldo asociado de crédito vigente y para todos los plazos convenidos.

Fuente: Banco de México.

Gráfica 54

Diferencial de Tasas de Interés de Créditos Nuevos por Tamaño de Empresa

Puntos base, promedio ponderado en media móvil de 3 meses

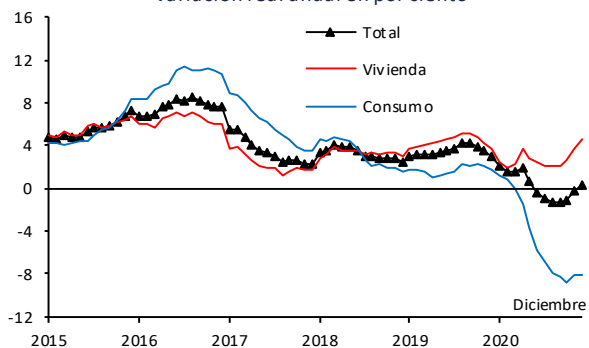


Nota: Los diferenciales se calculan tomando como referencia el rendimiento de un swap de tasa de interés con una estructura de pagos equivalente a la del préstamo.

Fuente: Banco de México.

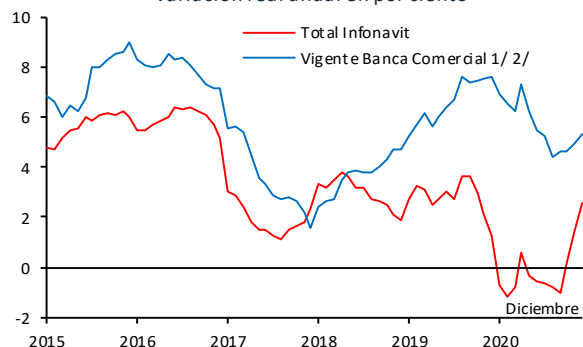
Por su parte, el crédito a los hogares mostró una recuperación en su crecimiento, al registrar una variación real anual positiva de 0.3%, que contrasta con las reducciones observadas en los dos trimestres previos (Gráfica 55). Este comportamiento se explica por el repunte en el crecimiento de la cartera de vivienda tanto de la banca comercial, como del Infonavit (Gráfica 56). En particular, el crédito de la banca comercial a la vivienda ha exhibido una recuperación en la colocación de nuevos créditos desde el tercer trimestre, impulsada, de acuerdo a la EnBan, por un incremento significativo en la demanda de crédito hipotecario por segundo trimestre consecutivo y por condiciones de otorgamiento relativamente estables en los dos últimos trimestres.

Gráfica 55
Crédito Total a los Hogares 1/
 Variación real anual en por ciento



1/ Las cifras se ajustan por la salida e incorporación de algunos intermediarios financieros a la estadística de crédito.
 Fuente: Banco de México.

Gráfica 56
Crédito a la Vivienda
 Variación real anual en por ciento

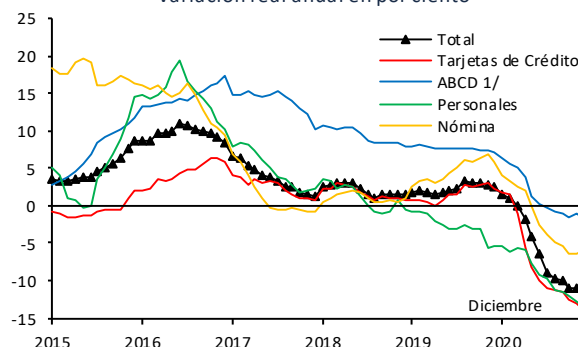


1/ Las cifras se ajustan por la salida e incorporación de algunos intermediarios financieros a la estadística de crédito.
 2/ Las cifras se ajustan para no verse distorsionadas por efectos de traspaso y reclasificación de créditos en cartera directa, del traspaso de la cartera del fideicomiso UDIS al balance de la banca comercial y por la reclasificación de créditos en cartera directa a ADES.
 Fuente: Banco de México.

En cuanto al crédito al consumo, este se contrajo a tasa anual por tercer trimestre consecutivo, lo cual es congruente con la lenta recuperación que ha mostrado el consumo privado (Gráfica 57). A su interior, la cartera vigente de todos los segmentos continuó reduciéndose, destacando las de tarjetas de crédito y créditos personales. Al respecto, los bancos encuestados en la EnBan en el cuarto trimestre percibieron aumentos en la demanda de algunos segmentos, al tiempo que, si bien las condiciones de otorgamiento no mostraron en general cambios importantes, estas continúan siendo estrechas en todos los segmentos debido a los apretamientos reportados en los primeros tres trimestres del año. Por último, cabe señalar que a partir de octubre, la

mayor reducción de la cartera vigente de consumo ha reflejado el incremento de los traspasos desde dicha cartera a la vencida, en particular en el segmento de tarjetas de crédito.

Gráfica 57
Crédito Vigente de la Banca Comercial al Consumo
 Variación real anual en por ciento

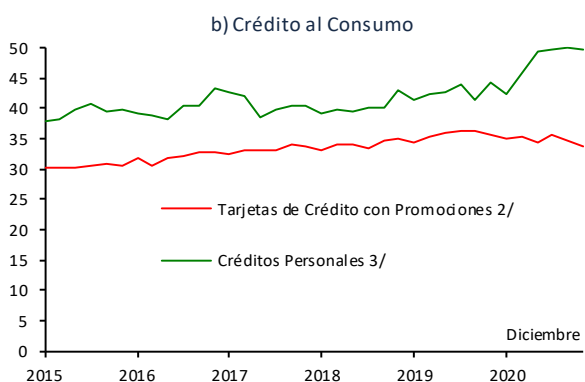
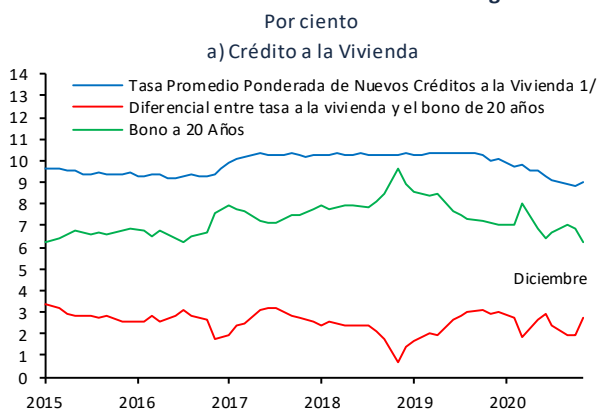


1/ Incluye crédito automotriz y crédito para la adquisición de otros bienes muebles.
 Fuente: Banco de México.

En cuanto al costo de financiamiento de los hogares, las tasas de interés del crédito a la vivienda extendieron la tendencia a la baja que se ha observado a lo largo del año y en el cuarto trimestre exhibieron mínimos históricos (Gráfica 58a). Al respecto, como se ha señalado en Informes previos, la política monetaria ha contribuido a este resultado al contener las primas de riesgo inflacionario que inciden en las tasas de interés de largo plazo. Por su lado, en diciembre la tasa de interés promedio de las tarjetas de crédito disminuyó, alcanzando su nivel más bajo de 2020, lo que contrasta con la relativa estabilidad mostrada hasta octubre. A pesar de esta disminución, los márgenes de intermediación de este tipo de crédito se han incrementado durante la pandemia. Por último, en diciembre las tasas de interés de los créditos personales se han mantenido relativamente estables, después del incremento registrado en junio (Gráfica 58b).

En el contexto descrito, las medidas adicionales anunciadas en marzo y abril de 2020 por el Banco de México han brindado un soporte de liquidez adicional a los intermediarios financieros. Ello se ha visto reflejado en la EnBan, en la cual los bancos encuestados percibieron una mejora adicional en su posición de liquidez, nivel de capitalización y disponibilidad de fondos durante el cuarto trimestre (Gráfica 59).

Gráfica 58
Tasa de Interés Anual del Crédito a los Hogares
Por ciento



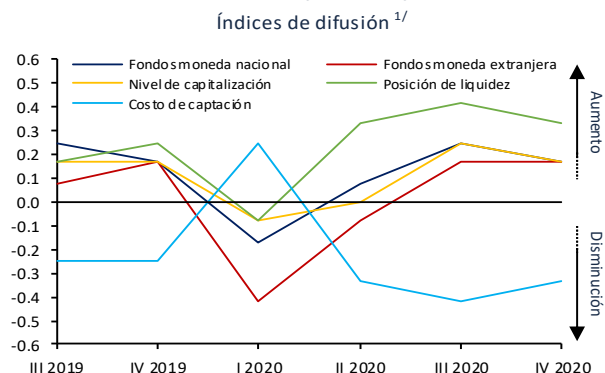
1/ Tasa de interés de nuevos créditos de la banca comercial a la vivienda, ponderada por el saldo asociado de crédito vigente. Incluye créditos para la adquisición de vivienda nueva y usada.

2/ La fuente es la base de datos de información relativa a tarjetas de crédito. Se refiere a la tasa promedio ponderada de tarjetas de crédito vigentes y de uso generalizado de clientes no totaleros.

3/ La fuente es el formulario de créditos al consumo no revolventes. Se refiere a la tasa promedio ponderada de nuevos créditos, se excluyen créditos vencidos, atrasados o en reestructura, otorgados a personas relacionadas con la institución, créditos otorgados en condiciones preferenciales a sus empleados, así como créditos que no están en moneda nacional.

Fuente: Banco de México.

Gráfica 59
Percepción de la disponibilidad de fondos, nivel de capitalización, posición de liquidez y costo de captación según Bancos con Mayor Participación



1/ El grupo de bancos con mayor participación representa al menos el 75% del saldo de la cartera de crédito bancario del segmento correspondiente. Para cada trimestre, el índice de difusión puede tomar un valor de -1 a 1, donde los valores positivos (negativos) denotan aumentos (disminuciones) en el concepto correspondiente.

Fuente: Encuesta sobre Condiciones Generales y Estándares en el Mercado de Crédito Bancario (EnBan), Banco de México.

En términos generales, las medidas adicionales implementadas por este Instituto Central buscan tres grandes objetivos, cuyos alcances no son mutuamente excluyentes: i) proveer un nivel adecuado de liquidez en los mercados de fondeo de corto plazo; ii) fomentar un comportamiento ordenado de los mercados financieros; y iii) fortalecer los canales de otorgamiento de crédito.¹⁶ Desde su anuncio, estas medidas han coadyuvado a propiciar un comportamiento más ordenado de los mercados financieros de nuestro país. Ello porque, al proveer un soporte de liquidez adicional y una señal de confianza a los intermediarios financieros, estos modifican su comportamiento al contar con la disponibilidad de estas medidas. Al respecto, el Recuadro 7 de este Informe provee una estimación de los efectos de las medidas extraordinarias implementadas sobre las condiciones financieras en México.

¹⁶ Ver la sección 2.2.3 del Informe Trimestral Julio—Septiembre 2020 y los comunicados emitidos por este Instituto Central el 20 de marzo y el 21 de abril de 2020, donde se describen estas medidas con mayor detalle. Asimismo, se recomienda consultar los comunicados emitidos

los días 15, 27 y 30 de julio, el 15 de septiembre, el 16 de diciembre de 2020 y el 25 de febrero de 2021, mismos que anuncian extensiones y ajustes de las medidas implementadas.

En su conjunto, de los 800 miles de millones de pesos (mmp) de recursos programados en moneda nacional por el Banco de México, el monto vigente otorgado al 26 de febrero de 2021 es de 217.59 mmp. Por su parte, de los 90 mmd de recursos programados en moneda extranjera, el monto vigente comprometido es de 8.62 mmd (Cuadro 4). Si se considera el monto total asignado desde que se emitieron las medidas — es decir, una vez que se incluyen vencimientos y refinanciamientos—, estas cifras ascienden a 474.14 mmp y 21.94 mmd, respectivamente. Cabe señalar que este Instituto Central anunció el 16 de diciembre de 2020 la extensión de la vigencia de la línea *swap* con la Reserva Federal de Estados Unidos por 60 mmd, acuerdo que estaba vigente hasta el 31 de marzo de 2021 y que se extiende hasta el 30 de septiembre de 2021. Cabe destacar que el 25 de febrero de 2021 se anunció la modificación de la vigencia de las facilidades dadas a conocer el 21 de

abril de 2020. En particular, un primer grupo de medidas se mantienen como instrumentos o herramientas asociadas a operaciones habituales a disposición del Banco de México para ser utilizadas cuando se considere necesario. Un segundo conjunto de facilidades generales extiende su vigencia del 28 de febrero de 2021 al 30 de septiembre del mismo año. Cabe mencionar que este conjunto de medidas tiene el objetivo de proveer liquidez y fortalecer los canales de otorgamiento de crédito para el sano desarrollo del sistema financiero y complementa el conjunto de herramientas que el Banco de México tiene de forma permanente. En particular, algunas de estas facilidades reducen gradualmente los montos disponibles, mientras que el conjunto de facilidades ligadas al otorgamiento de crédito a MIPYMEs y personas físicas extienden su vigencia a la misma fecha, sin ajustes adicionales (Cuadro 4).¹⁷

¹⁷ Las facilidades que se mantienen de manera indefinida como instrumentos a disposición del Banco de México son: i) el incremento de liquidez durante horarios de operación; ii) la permuta de valores gubernamentales; y iii) las coberturas cambiarias liquidables por diferencias en dólares con contrapartes no domiciliadas en el país, cuando así lo instruya la Comisión de Cambios. Por su parte, las facilidades que extienden su vigencia, al tiempo que algunas de ellas reducen gradualmente sus montos disponibles son: i) la ampliación de garantías elegibles para la banca múltiple en la Facilidad de Liquidez Adicional Ordinario; ii) la facilidad de reporto de valores

gubernamentales ampliados; iii) la ventanilla de intercambio temporal de garantías; y iv) la facilidad de reporto de títulos corporativos. Por último, las facilidades que extienden su vigencia sin ajustes adicionales son: i) la provisión extraordinaria de liquidez a la banca para otorgar financiamiento a MIPYMEs y personas físicas afectadas por la pandemia; y ii) la provisión extraordinaria de liquidez a instituciones de crédito garantizada con activos crediticios de la banca para otorgar financiamiento a MIPYMEs. Para mayor detalle, ver el comunicado de prensa del Banco de México del 25 de febrero de 2021.

Cuadro 4

Uso de las Facilidades para Promover un Comportamiento Ordenado de los Mercados Financieros, Fortalecer los Canales de Otorgamiento de Crédito y Proveer Liquidez para el Sano Desarrollo del Sistema Financiero

	Fecha de emisión o modificación de la Circular	Número de contratos firmados con instituciones bancarias	Tamaño de los programas		Utilización		Memo:	
			(mmp)	(mmd)	Monto Vigente Comprometido (mmp)	Convocatorias (mmd)	Monto Total Asignado ^{9/} (mmp)	(mmd)
I. Medidas de provisión de liquidez^{1/}								
Disminución del Depósito de Regulación Monetaria	04/11/2020	n.a.	50		50		n.a.	50
Facilidad de Liquidez Adicional Ordinaria ^{2/}	26/02/2021	30	n.a.		0		n.a. ^{8/}	0
Incremento de liquidez durante horarios de operación ^{3/}								
Ventanilla de reporto de valores gubernamentales ^{4/}	26/02/2021	39	150		100		15	300
Ventanilla de intercambio temporal de garantías ^{4/}	26/02/2021	5	50		13.55		19	37.54
Ventanilla de reporto de título corporativos ^{4/}	26/02/2021	30	100		9.51		34	30.17 ^{10/}
II. Medidas para fomentar un comportamiento ordenado de los mercados financieros								
Permuta de valores gubernamentales ^{3/}	03/11/2015	n.a.	100		14.98		2	14.98
Programa de coberturas cambiarias (mmd) ^{3/ 5/}	30/03/2017	25		30		7.49	2	7.49
Financiamiento en dólares a través del uso de la línea swap de la Reserva Federal de los Estados Unidos (mmd) ^{6/}	19/06/2020	21		60		1.13	8	14.45
III. Medidas para fortalecer los canales de otorgamiento de crédito								
Financiamiento orientado a MIPYMEs y personas físicas, liberando DRM o a través de reportos a plazo ^{2/ 7/}	26/02/2021	4 ^{7/}	250		10.21		27	10.46
Financiamiento orientado a MIPYMEs garantizado con créditos corporativos ^{2/}	26/02/2021	6	100		19.34		5	30.99
Total medidas instrumentadas en moneda nacional (mmp)			800		217.59		--	474.14
Total medidas instrumentadas en dólares de los E.E.U.U. (mmd)				90		8.62	--	21.94

Cifras al 26 de febrero de 2021.

mmp: Miles de millones de pesos; mmd: Miles de millones de dólares. n.a.: No aplica.

1/ La facilidad de incremento de liquidez durante horarios de operación se esteriliza al cierre del mercado interbancario a través de operaciones de mercado abierto. El promedio del exceso de liquidez intradía del 21 de abril de 2020 al 26 de febrero de 2021 es de 123.2 mmp.

2/ El 25 de febrero de 2021, se anunció la extensión de la vigencia de esta medida al 30 de septiembre de 2021.

3/ El 25 de febrero de 2021, se anunció que esta medida se mantiene como un instrumento a disposición del Banco de México sin fecha de expiración.

4/ El 25 de febrero de 2021, se anunció la extensión de la vigencia de esta medida al 30 de septiembre de 2021 y una reducción gradual de la facilidad.

5/ El monto adicional utilizado a partir del anuncio del incremento en el programa de 20 a 30 mmd el 9 de marzo de 2020 es de 1991 mmd.

6/ Al respecto, cabe destacar que, el 16 de diciembre de 2020, el Banco de México anunció el acuerdo de extensión de la vigencia de la línea "swap" hasta el 30 de septiembre de 2021.

7/ El contrato correspondiente a esta facilidad deberá firmarse nuevamente para alinearse a las modificaciones publicadas en las Circulares 30/2020 (19 de agosto de 2020), 33/2020 (11 de septiembre de 2020) y 35/2020 (28 de septiembre de 2020). Previo a estas modificaciones se habían firmado 15 contratos.

8/ No se reporta la frecuencia de las convocatorias, toda vez que la facilidad se activa a solicitud de la institución bancaria.

9/ Incluye vencimientos y operaciones de refinanciamiento.

10/ No se consideran montos asignados no garantizados por 0.056 mmp.

Fuente: Banco de México.

En suma, en el cuarto trimestre de 2020 las fuentes de recursos financieros continuaron creciendo a un ritmo superior al observado antes de la pandemia. No obstante, a su interior se observa una sustitución de fuentes externas, que han disminuido, por un incremento en las fuentes internas de recursos financieros. Ello en virtud de la menor demanda del exterior por activos emitidos por el sector residente y la reciente evolución de la cuenta corriente.

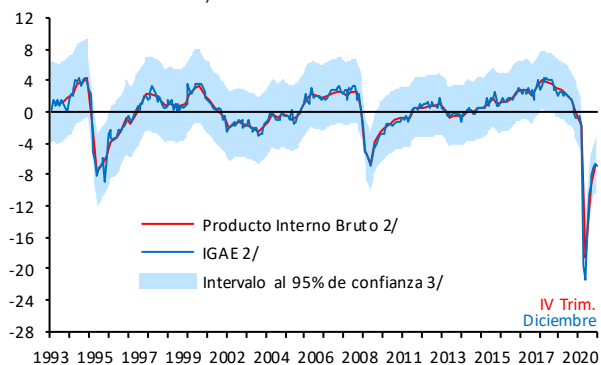
Ante este panorama, y considerando que aún no se ha disipado la posibilidad de que se materialicen episodios de volatilidad adicionales en los mercados internacionales, resulta importante que, además de continuar con el fortalecimiento del marco macroeconómico del país, se vigile la evolución de los mercados financieros nacionales con el fin de propiciar un comportamiento ordenado de los mismos en el corto plazo. Ello, en su conjunto, deberá redundar en un alivio de presiones sobre los mercados de fondos prestables y en una canalización

más eficiente de recursos financieros al sector privado.

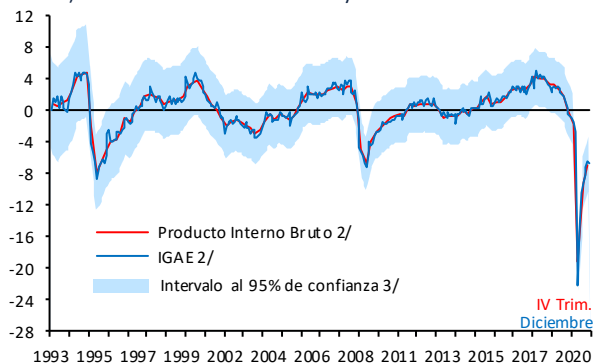
2.2.4. Condiciones de Holgura en la Economía

En cuanto a la posición cíclica de la economía, las condiciones de holgura siguieron reduciéndose durante el cuarto trimestre del año pasado, aunque manteniendo una amplitud considerable (Gráficas 60 y 61a). En particular, la brecha del producto exhibió niveles de holgura menos amplios que en el tercer trimestre, aunque aún significativos y con un debilitamiento adicional hacia finales del trimestre. Por su parte, con información a noviembre, los indicadores relacionados con el consumo y con el mercado laboral también mostraron menor holgura. En contraste, el indicador relacionado con el mercado de fondos prestables mostró un mayor relajamiento respecto de los niveles alcanzados en el tercer trimestre (Gráfica 61b).

Gráfica 60
Estimación de la Brecha del Producto^{1/}
 Porcentaje del producto potencial, a. e.
 a) Producto Interno Bruto



b) Producto Interno Bruto Excluyendo Sector Petrolero^{4/}



a. e. / Elaborada con cifras ajustadas por estacionalidad.

^{1/} Estimadas con el filtro de Hodrick-Prescott con corrección de colas; ver Informe sobre la Inflación Abril – Junio 2009, Banco de México, p. 74.

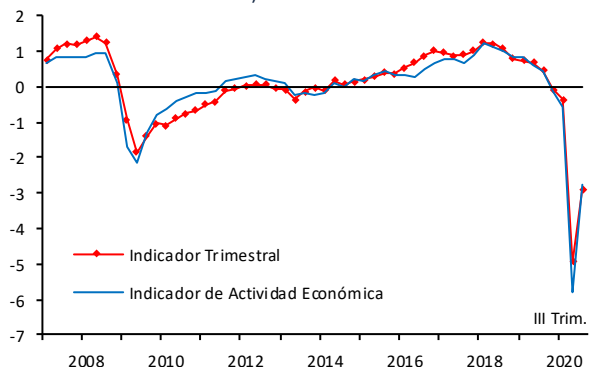
^{2/} Cifras del PIB al cuarto trimestre de 2020; cifras del IGAE a diciembre de 2020.

^{3/} Intervalo de confianza de la brecha del producto calculado con un método de componentes no observados.

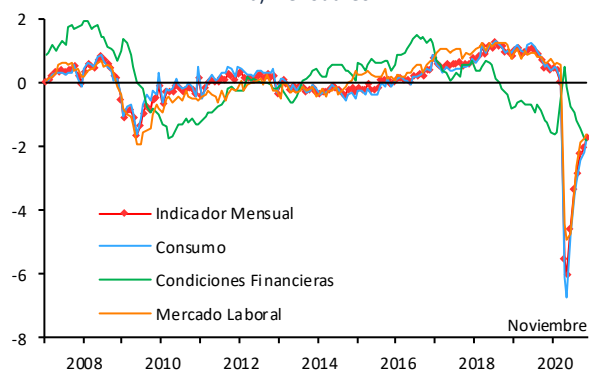
^{4/} Excluye la extracción de petróleo y gas, los servicios relacionados con la minería y la fabricación de productos derivados del petróleo y del carbón.

Fuente: Elaboración propia con información de INEGI y Banco de México.

Gráfica 61
Primer Componente Principal por Frecuencia y Grupo de Indicadores^{1/}
 Por ciento
 a) Trimestrales



b) Mensuales



^{1/} Índices construidos con base en la metodología CCM; ver Banco de México (2017), "Informe Trimestral, Octubre-Diciembre 2017", pág.47. Los índices de holgura mensuales y trimestrales se basan en el primer componente principal de conjuntos que incluyen 11 y 12 indicadores, respectivamente. Los índices de holgura de consumo, de la actividad económica y demanda agregada, del mercado laboral y de las condiciones de demanda en el mercado de fondos prestables se basan en el primer componente principal de conjuntos que incluyen 6, 4, 3 y 6 indicadores, respectivamente.

Fuente: Elaboración propia con información de INEGI y Banco de México.

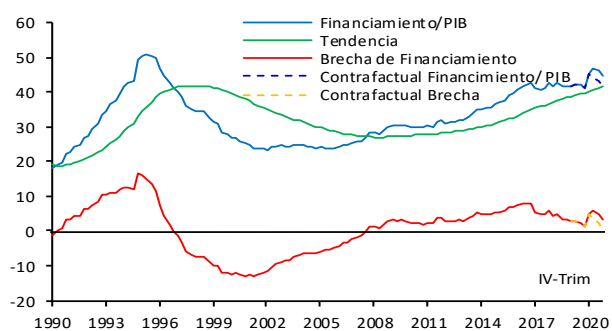
2.2.5. Estabilidad del Sistema Financiero

Como se detalló en el Reporte de Estabilidad Financiera publicado en diciembre pasado, el sistema financiero en México continúa enfrentando un entorno complejo derivado de los choques ocasionados por la pandemia. Si bien el sistema en su conjunto ha enfrentado dichos choques con niveles de capital elevados y amplia liquidez, persiste incertidumbre respecto a los efectos de la pandemia en la cartera de crédito de los sectores más vulnerables. El reto hacia delante en este entorno será mantener la posición de fortaleza del sistema financiero y que este continúe cumpliendo con su labor de intermediación de recursos y contribuya a una recuperación más rápida y sostenible.

2.2.5.1. Financiamiento Agregado

Durante el cuarto trimestre del año, el financiamiento total al sector privado no financiero en México continuó disminuyendo. Dicha evolución contribuyó a una reducción de la brecha de financiamiento durante el periodo referido, acumulando dos trimestres consecutivos a la baja (Gráfica 62).

Gráfica 62
Razón de Financiamiento al Sector Privado No Financiero a PIB y Brecha respecto a la Tendencia de Largo Plazo^{1/ 2/ 3/}
Por ciento



^{1/} La tendencia de largo plazo es estimada con el filtro Hodrick-Prescott de una cola con un parámetro de suavización de 400,000 utilizando datos a partir del cuarto trimestre del año 1980.

^{2/} La información del 4T de 2020 es preliminar.

^{3/} Para estimar los contrafactuales se mantiene constante el nivel de PIB igual al del cierre de 2019.

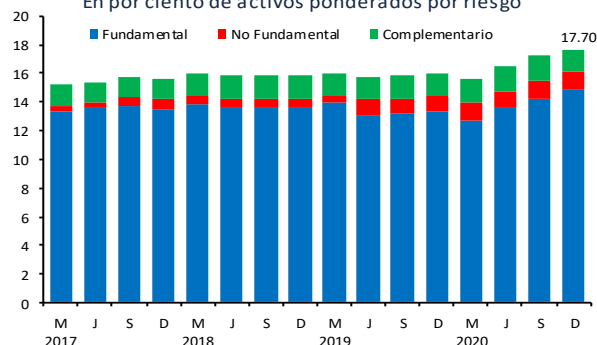
Fuente: Elaboración de Banco de México con información del INEGI y Banco de México.

¹⁸ El valor en riesgo condicional (CVaR) permite analizar las pérdidas en la cola de la distribución, ya que representa el valor esperado de la pérdida cuando esta es mayor al VaR, el cual a su vez, representa el percentil que corresponde a un nivel de confianza determinado en una

2.2.5.2. Solvencia de la Banca Múltiple

El índice de capitalización (ICAP) de la banca múltiple registró un incremento durante el cuarto trimestre de 2020, al pasar de un nivel de 17.21% en septiembre a 17.70% en diciembre (Gráfica 63). Dicho aumento reflejó tanto mayores niveles de capital regulatorio, como menores activos sujetos a riesgo. En particular, el comportamiento del capital neto se derivó del dinamismo observado en el capital ganado por la retención de utilidades y, en menor medida, por aportaciones de capital. En cuanto a la reducción de los activos ponderados por riesgo, esta fue resultado principalmente de menores niveles de crédito otorgado al sector privado no financiero. Así, durante el último trimestre de 2020, la banca múltiple en su conjunto continuó mostrando niveles elevados de capital.

Gráfica 63
Evolución del Capital Regulatorio
En por ciento de activos ponderados por riesgo



Fuente: Banco de México.

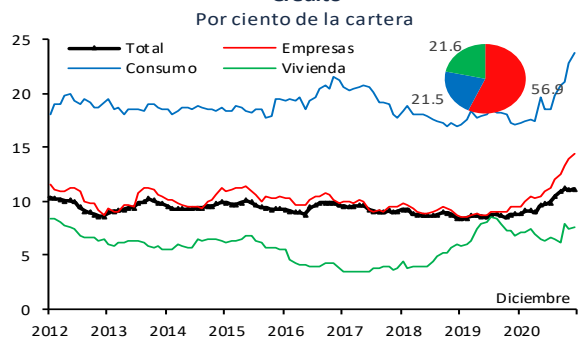
2.2.5.3. Riesgo de Crédito de la Banca Múltiple

El riesgo de crédito de la banca, medido mediante el valor en riesgo condicional (CVaR)¹⁸ al 99.9% de confianza como proporción del portafolio de crédito, aumentó en el cuarto trimestre de 2020, pasando de 10.86% en septiembre de 2020 a 11.09% en diciembre de 2020. Este comportamiento se explica por el aumento en las correlaciones de incumplimiento de las tres carteras y por los aumentos en las probabilidades de incumplimiento de las carteras de consumo y vivienda (Gráfica 64).¹⁹

distribución de probabilidad de pérdidas de una cartera de activos sujetos a riesgo de crédito.

¹⁹ Cabe señalar que el cálculo del CVaR se basa en información histórica sobre las probabilidades y correlaciones de incumplimiento de las

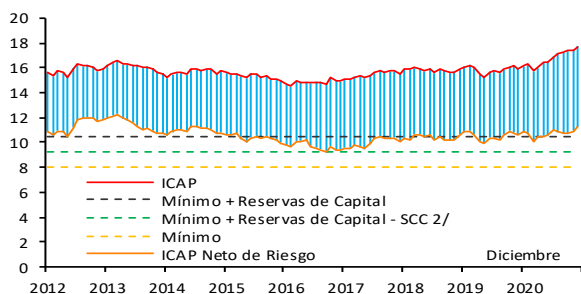
Gráfica 64
Valor en Riesgo Condicional Anual al 99.9% por Tipo de Crédito



Fuente: Banco de México, CNBV y Buró de Crédito.

Por su parte, el índice de capitalización neta de riesgo,²⁰ indicador que permite evaluar si los niveles de capitalización de los bancos son adecuados para hacer frente a pérdidas extremas no anticipadas, aumentó durante el trimestre de referencia, pasando de 10.69% en septiembre de 2020 a 11.22% en diciembre de 2020. Lo anterior fue resultado de un aumento en el ICAP del periodo que compensó el aumento del CVaR (Gráfica 65).

Gráfica 65
Índice de Capitalización Neta de Riesgo^{1/}
Por ciento



^{1/} Se estima como el índice de capitalización que resulta al reducir el CVaR tanto del capital neto como de los activos ponderados por riesgo.

^{2/} Suplemento de Conservación de Capital

Fuente: Banco de México, CNBV y Buró de Crédito.

carteras por lo que no considera una situación como la generada por la pandemia de COVID-19 que produce un escenario de riesgo inédito, por lo que dicha medida debe tomarse como una referencia y no como un pronóstico del escenario que pudiera materializarse.

²⁰ Se estima como el índice de capitalización que resulta al reducir el valor del CVaR de la cartera de crédito tanto del capital neto como de los activos ponderados por riesgo.

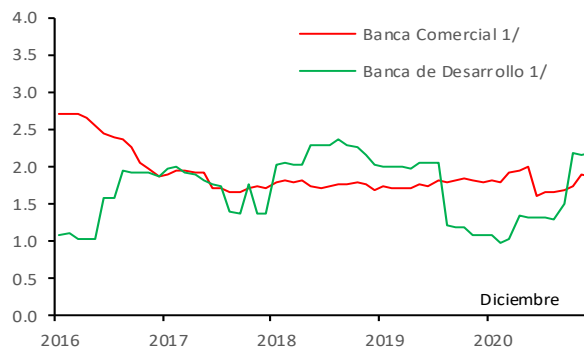
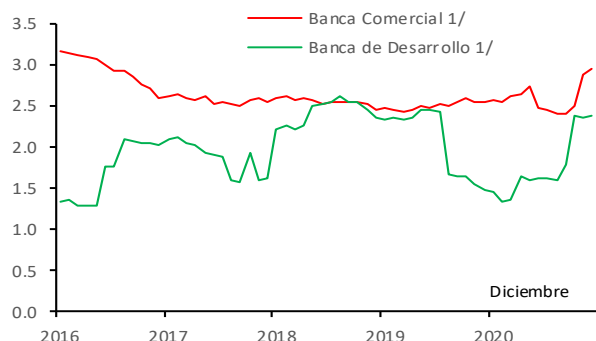
²¹ Sectores clasificados como no esenciales y por lo tanto más vulnerables debido a la suspensión de actividades y las ramas que se consideran más susceptibles a enfrentar una menor demanda. Estos sectores de actividad son: Industria de las bebidas y del tabaco; Fab. de insumos textiles y acabado de textiles; Fab. de productos textiles; Curtido y acabado de cuero y piel, y Fab. de productos de cuero, piel y materiales

En diciembre de 2020, el índice de morosidad (IMOR) del crédito otorgado por la banca comercial al sector privado no financiero registró un nivel de 2.96%, lo que representa un incremento de 55 puntos base respecto al de 2.41% observado en septiembre pasado y de 42 puntos base en referencia al 2.53% registrado al cierre de 2019. En particular, este comportamiento reflejó el aumento en el IMOR del crédito al consumo, el cual pasó de 3.62% en septiembre a 5.38% en diciembre. Al interior del crédito de consumo, se presentaron incrementos de 301 puntos base en el IMOR de tarjetas de crédito, de 159 puntos base en créditos personales, y de 132 puntos base en créditos de nómina. Por su parte, el IMOR de los créditos otorgados a las empresas y el de los créditos a la vivienda mostraron aumentos de 19 y 7 puntos base, respectivamente (Gráfica 66).

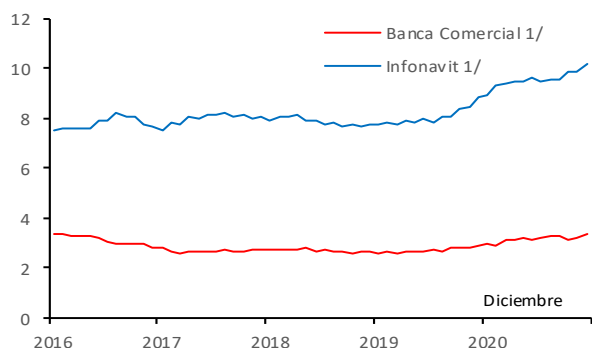
El aumento en la morosidad de la cartera empresarial durante el cuarto trimestre se explica en parte por los aumentos de la morosidad de las empresas pertenecientes a los sectores de actividad económica más impactados por la pandemia.²¹ En particular los sectores más impactados contaban a diciembre de 2020 con una participación en el saldo de la cartera empresarial cercano al 60%.

sucedáneos; Industria de la madera; Industria del papel; Fab. de productos a base de minerales no metálicos; Industrias metálicas básicas; Fab. de productos metálicos; Fab. de maquinaria y equipo; Fab. de equipo de computación, comunicación, medición y de otros equipos, componentes y accesorios electrónicos; Fab. de accesorios, aparatos eléctricos y equipo de generación de energía eléctrica; Fab. de muebles, colchones y persianas; Transporte turístico; Industria fílmica y del video, e industria del sonido; Servicios inmobiliarios; Servicios de alquiler de bienes muebles; Servicios profesionales, científicos y técnicos; Servicios de apoyo a los negocios; Servicios educativos; Servicios de esparcimiento culturales y deportivos, y otros servicios recreativos; Servicios de alojamiento temporal y de preparación de alimentos y bebidas; y Servicios personales.

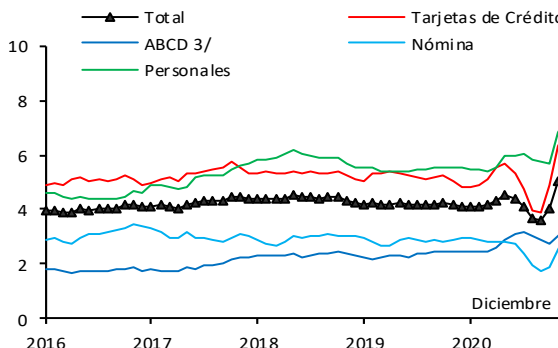
Gráfica 66
Índices de Morosidad del Crédito al Sector Privado No Financiero
 a) Total
 b) Empresas
 Por ciento



c) Vivienda
 Por ciento



d) Consumo^{1/ 2/}
 Por ciento



1/ El índice de morosidad (IMOR) se define como el saldo de la cartera vencida entre el saldo de la cartera total. Se realizó la revisión de la información reportada para excluir los datos de Banco Ahorro Famsa.

2/ Incluye a las Sofomes ER subsidiarias de instituciones bancarias y grupos financieros.

3/ Incluye crédito para la adquisición de bienes muebles y crédito automotriz.

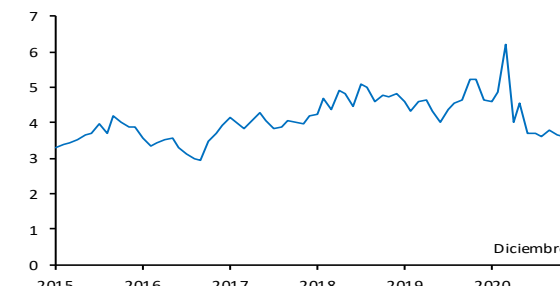
Fuente: Banco de México.

2.2.5.4. Riesgo de Mercado de la Banca Múltiple y Otros Intermediarios

El riesgo de mercado de la banca, medido a través del CVaR de mercado al 99.9% de confianza como proporción del capital neto disminuyó en el cuarto trimestre del año 2020, pasando de 3.77% en septiembre a 3.57% en diciembre (Gráfica 67).²² Esta disminución se explica principalmente por el aumento en la exposición de bonos gubernamentales de corto plazo en el portafolio de la banca, tendencia que se ha observado desde marzo y continuó hasta diciembre de 2020. La duración del portafolio de títulos de deuda, que representa una medida de la sensibilidad del portafolio a cambios en la tasa de interés, continuó disminuyendo en el último

trimestre del año, de un promedio de 1.65 años en septiembre a un promedio de 1.40 años al cierre de diciembre.

Gráfica 67
Valor en Riesgo Condicional al 99.9% para el Riesgo de Mercado de la Banca
 Por ciento del capital neto



Fuente: Banco de México, CNBV, BMV, Bloomberg y Valmer.

²² Cabe señalar que el CVaR, al ser un indicador que se estima bajo las condiciones históricas observadas, constituye una referencia y no un

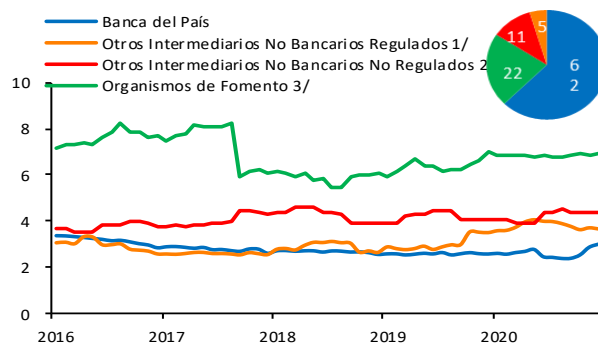
pronóstico respecto a las pérdidas potenciales que podrían observarse en los portafolios de mercado bajo la coyuntura actual.

Por su parte, durante el cuarto trimestre de 2020 las Siefores registraron plusvalías, y mostraron rendimientos acumulados positivos al cierre del año. Cabe destacar que la recién aprobada Ley del Sistema de Ahorro para el Retiro podría resultar, en el mediano y largo plazo, en un mayor ritmo de crecimiento de los activos administrados por las Siefores (ver Recuadro 4).

2.2.5.5. Riesgos Asociados a Intermediarios Crediticios no Bancarios, Empresas Privadas no Financieras Listadas en Bolsas de Valores y otras Emisoras

Durante el cuarto trimestre del año, el financiamiento total al sector privado no financiero otorgado por entidades y empresas financieras no bancarias del país, mostró una contracción real anual del 1.5% y continúa con su trayectoria descendente respecto de trimestres anteriores.²³ No obstante, se observó un comportamiento diferenciado según el tipo de cartera; la contracción real anual observada en la cartera de consumo (-10.5%) contrasta con los crecimientos en la cartera empresarial y de vivienda (5.7 y 1.2%, respectivamente). En cuanto a la calidad de la cartera de crédito total originada por las entidades aquí mencionadas, durante el último trimestre de 2020 el índice de morosidad se mantuvo estable (Gráfica 68). La exposición de la banca múltiple y de desarrollo por los créditos otorgados a estas entidades no bancarias está acotada debido a la baja participación dentro de su cartera crediticia total. Por otro lado, las inversiones de las Siefores, fondos de inversión, aseguradoras y casas de bolsa en instrumentos de deuda y capital emitidos por entidades no bancarias representaban el 3.7% de los activos conjuntos durante el periodo analizado.

Gráfica 68
Morosidad de la Cartera de Crédito Total
Por ciento



1/ Incluye: entidades financieras no bancarias reguladas tales como socaps, sofipos, uniones de crédito, y sofomes reguladas por emitir deuda.

2/ Incluye: sofomes no reguladas, la de empresas financieras que otorgan preponderantemente crédito como parte del giro del negocio, tales como arrendadoras financieras o algunos brazos financieros de empresas automotrices y el saldo total de las tarjetas de crédito no bancarias.

3/ Incluye: Infonavit, Fovissste e Infonacot.

Fuente: Fuentes: CNBV, BMV, Condusef y Buró de Crédito.

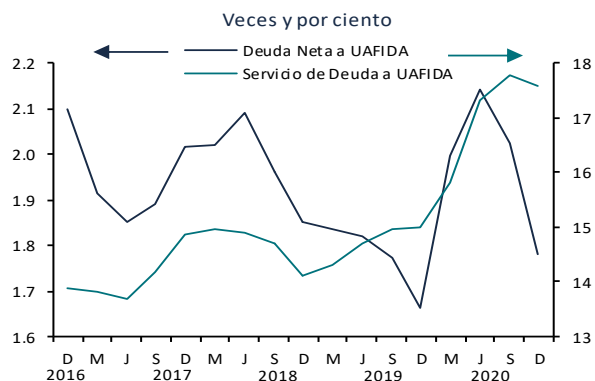
Con respecto a los riesgos asociados a empresas privadas no financieras listadas en bolsa,²⁴ la información disponible al cuarto trimestre de 2020 mostró que los indicadores de endeudamiento y de la capacidad para servir su deuda mejoraron durante el último trimestre del año respecto del anterior (Gráfica 69). Ello, en parte debido al incremento en sus ingresos y el flujo operativo (UAFIDA) y, por otro lado, a la reducción en el saldo de la deuda de las empresas.

²³ Al cierre del cuarto trimestre del año, este financiamiento ascendió a 1.25 billones de pesos, representando un 10.7% del financiamiento total que recibe el sector privado no financiero. No incluye financiamiento otorgado por Infonavit y Fovissste.

²⁴ Se utiliza la información reportada al 1 de marzo por 83 de 104 empresas no financieras con acciones inscritas en BMV y ninguna de BIVA, que en activos representan el 87% del total de las empresas listadas.

Gráfica 69

Endeudamiento y Servicio de Deuda de las Empresas Privadas No Financieras Listadas



Nota: Se utiliza la información reportada al 1 de marzo de 2021 por 83 de 105 empresas no financieras con acciones inscritas en BMV y BIVA. La serie histórica utiliza este subconjunto de empresas. Las siglas UAFIDA se refieren a las utilidades antes de ingresos financieros, impuestos, depreciación y amortización y equivalen a *EBITDA* (Earnings Before Interest, Taxes, Depreciation and Amortization).

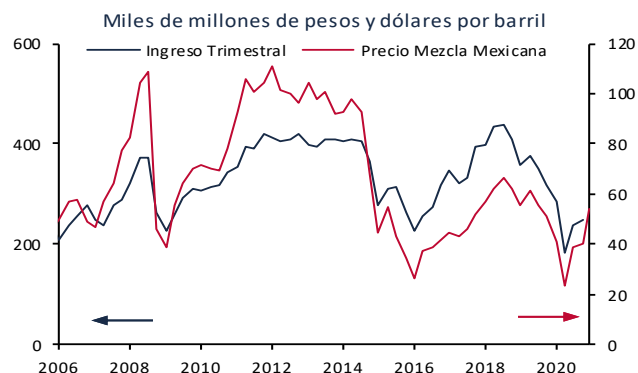
Fuente: BMV y BIVA.

Durante el cuarto trimestre de 2020 y los primeros dos meses del 2021, nueve empresas listadas anunciaron refinanciamientos en sus pasivos por un total de 67 mil millones de pesos mientras que tres empresas incumplieron en el pago de intereses y anunciaron reestructuras de deuda con sus acreedores. Destaca que las exposiciones crediticias de la banca múltiple y de desarrollo con las empresas más afectadas por la pandemia son reducidas, aunque para algunos bancos pequeños estas son mayores. Por su parte, las inversiones de las Siefiores, fondos de inversión, aseguradoras y casas de bolsa en instrumentos de deuda y capital emitidos por las empresas más afectadas, representaban el 2.2% de los activos conjuntos durante el periodo analizado.

Con información financiera reportada a la BMV al cierre del cuarto trimestre de este año, los ingresos de Pemex aumentaron tras la recuperación gradual en el precio del petróleo ocurrida a partir de mayo. Por su parte, la producción de crudo aumentó ligeramente respecto al trimestre anterior. No obstante, el ingreso trimestral registrado al cuarto trimestre aún es inferior a los niveles observados antes de la pandemia (Gráfica 70).

Gráfica 70

Ingresos de Pemex y Precio de la Mezcla Mexicana de Petróleo



Cifras a diciembre de 2020 para los ingresos y al 25 de febrero de 2021 para el precio del petróleo.

Fuente: Bloomberg.

Si bien Pemex mostró una pérdida neta anual,²⁵ esta fue menor a la pérdida anual registrada en el trimestre anterior. Este resultado se explica por menores gastos de operación, una menor pérdida cambiaria, así como por menores impuestos y derechos pagados por la empresa a pesar del aumento en el gasto de inversión.

Como se señaló en el Informe anterior, el 8 de octubre Pemex realizó una colocación de deuda en mercados internacionales por 1,500 millones de dólares a un plazo de 5 años y un cupón de 6.875%. Los recursos de esta emisión se utilizaron para complementar el programa de refinanciamiento de la empresa. A su vez, el 19 de noviembre de 2020 Pemex realizó con la SHCP un intercambio de títulos que forman parte del activo de la empresa productiva del estado por Bonos de Desarrollo del Gobierno Federal, lo anterior le permitió incrementar su liquidez sin modificar el saldo de su deuda.²⁶ La totalidad de los recursos se destinaron a cubrir sus pasivos financieros de corto plazo. Recientemente, el 19 de febrero de 2021 la SHCP anunció nuevos estímulos fiscales para la empresa por hasta 73,280 millones de pesos.²⁷

²⁵ La empresa reportó una utilidad neta trimestral de 124 mil millones de pesos.

²⁶ Comunicado No. 315 de Pemex publicado en la BMV el 15 de diciembre de 2020.

²⁷ El nuevo régimen fiscal permitirá a Pemex pagar menos impuestos por concepto de utilidad compartida, además de incrementar el monto de las deducciones que puede realizar. Los cambios se publicaron en el [Diario Oficial de la Federación](#).

3. Evolución Reciente de la Inflación

3.1. La Inflación en el Cuarto Trimestre de 2020

El comportamiento de la inflación en México ha respondido a la diversidad de choques a los que ha dado lugar la pandemia de COVID-19. Especialmente, se ha observado un significativo cambio en precios relativos, que ha sido evidente en la recomposición al interior de la inflación subyacente, al incrementarse la tasa de crecimiento anual de los precios de las mercancías y reducirse la de los de los servicios. Se han observado choques de oferta, pues ha sido necesario implementar medidas para contener los contagios, como los cierres de algunas actividades no esenciales. Dichas suspensiones de actividades 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, al encarecerse ciertos insumos y los costos de transporte o al implementarse medidas para la protección de empleados y clientes. Asimismo, las medidas de distanciamiento social han generado una reducción en la demanda por ciertos bienes y, particularmente, por diversos servicios. Al mismo tiempo, la demanda por alimentos y por bienes que los hogares requirieron para hacer frente a la pandemia se incrementó. De esta forma, a la par que se ha observado una reducción en los ingresos de los hogares, también se ha dado una reasignación de su gasto de los servicios hacia las mercancías.

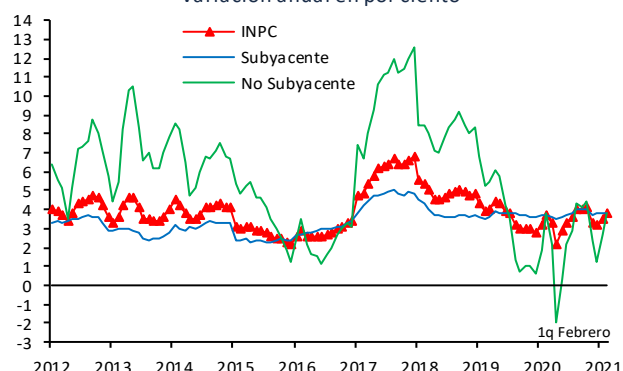
Adicionalmente, en el contexto de la crisis sanitaria, las condiciones de holgura en la economía se ampliaron de manera notoria, generando presiones a la baja en la inflación. También se ha registrado volatilidad en los precios de algunos productos, como la originada por las ofertas de “El Buen Fin”, o la que probablemente resultó de las presiones asociadas con los cambios en la demanda de Estados Unidos por alimentos producidos en México. Por otra parte, al

inicio de la pandemia la economía de nuestro país también enfrentó un profundo choque financiero, el cual generó una depreciación del tipo de cambio. Si bien dicho choque se ha venido mitigando, aunque el ajuste cambiario resultante ha ejercido presiones sobre la inflación, en especial sobre la de las mercancías no alimenticias.

En este entorno, la inflación general anual disminuyó de un promedio de 3.90% en el tercer trimestre de 2020 a uno de 3.52% en el cuarto. Este resultado se debió a niveles más bajos de inflación tanto subyacente, como no subyacente, aunque esta última contribuyó en mayor medida a la reducción de la inflación general (Cuadro 5 y Gráficas 71 y 72).

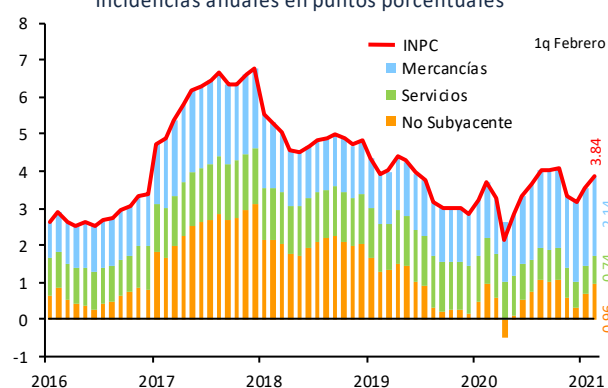
En particular, durante el trimestre de referencia, al interior del componente subyacente se continuó observando una reducción en la inflación de los servicios (de 2.44 a 2.19%), al tiempo que la inflación de alimentos, bebidas y tabaco presentó cierta disminución (de 6.97 a 6.84%). En contraste, la inflación de las mercancías no alimenticias siguió aumentando (de 3.56 a 3.69%), si bien con ajustes considerables por el efecto transitorio de las promociones de “El Buen Fin”. La inflación no subyacente anual presentó importantes reducciones durante el cuarto trimestre (de 3.77 a 2.62%) derivadas, principalmente, de menores niveles de inflación de los energéticos, si bien la inflación de las frutas y verduras también se redujo a lo largo del cuarto trimestre y, de manera más notoria, en diciembre. En la primera quincena de febrero de 2021, la inflación general anual se situó en 3.84%. Ello refleja cierta estabilidad en la inflación subyacente, a la vez que se aprecia cierta tendencia al alza en la no subyacente debido al aumento que ha presentado la inflación de los energéticos.

Gráfica 71
Índice Nacional de Precios al Consumidor
Variación anual en por ciento



Fuente: Banco de México e INEGI.

Gráfica 72
Índice Nacional de Precios al Consumidor
Incidencias anuales en puntos porcentuales ^{1/}



^{1/} En ciertos casos la suma de los componentes respectivos puede registrar alguna discrepancia por efectos de redondeo.
Fuente: Elaboración propia con información del INEGI.

Cuadro 5
Índice Nacional de Precios al Consumidor, Principales Componentes e Indicadores de Media Truncada
Variación anual en por ciento

	2020				2020			2021	
	I	II	III	IV	Octubre	Noviembre	Diciembre	Enero	1q Febrero
INPC	3.39	2.77	3.90	3.52	4.09	3.33	3.15	3.54	3.84
Subyacente	3.66	3.62	3.94	3.82	3.98	3.66	3.80	3.84	3.84
Mercancías	3.86	4.37	5.32	5.32	5.44	4.99	5.52	5.41	5.48
Alimentos, Bebidas y Tabaco	5.05	6.32	6.97	6.84	6.93	6.79	6.80	6.36	6.33
Mercancías No Alimenticias	2.60	2.29	3.56	3.69	3.85	3.06	4.14	4.37	4.56
Servicios	3.45	2.81	2.44	2.19	2.40	2.22	1.95	2.13	2.06
Vivienda	2.94	2.67	2.28	2.07	2.12	2.09	2.00	1.94	1.86
Educación (Colegiaturas)	4.61	4.51	3.18	2.11	2.11	2.11	2.11	1.59	1.20
Otros Servicios	3.66	2.57	2.41	2.31	2.71	2.37	1.87	2.42	2.42
No Subyacente	2.60	0.17	3.77	2.62	4.42	2.33	1.18	2.63	3.85
Agropecuarios	6.33	8.67	7.26	6.89	9.61	7.20	3.96	2.64	2.14
Frutas y Verduras	7.32	13.41	11.43	8.45	16.24	9.50	0.10	-3.89	-5.40
Pecuarios	5.45	4.86	3.95	5.61	4.29	5.32	7.20	8.42	8.74
Energéticos y Tarifas Aut. por Gobierno	-0.03	-5.97	1.18	-0.43	0.68	-1.13	-0.81	2.62	5.10
Energéticos	-2.04	-10.47	-0.18	-2.12	-0.71	-3.05	-2.53	2.66	6.22
Gasolina	-1.54	-16.98	-4.92	-8.30	-5.93	-9.83	-9.15	-4.29	-0.05
Gas doméstico L.P.	-6.53	-0.64	13.23	11.23	11.98	10.99	10.73	23.38	29.33
Tarifas Autorizadas por Gobierno	4.97	4.55	4.25	3.55	3.88	3.46	3.31	2.54	2.49
Indicador de Media Truncada ^{1/}									
INPC	3.23	3.19	3.80	3.67	3.80	3.50	3.71	4.06	4.28
Subyacente	3.67	3.61	3.76	3.68	3.75	3.60	3.70	3.67	3.66

^{1/} Elaboración propia con información del INEGI.

Fuente: Banco de México e INEGI.

A continuación, se presentan algunos indicadores que ofrecen información de la tendencia de la inflación general y subyacente, y de su comportamiento en el margen.

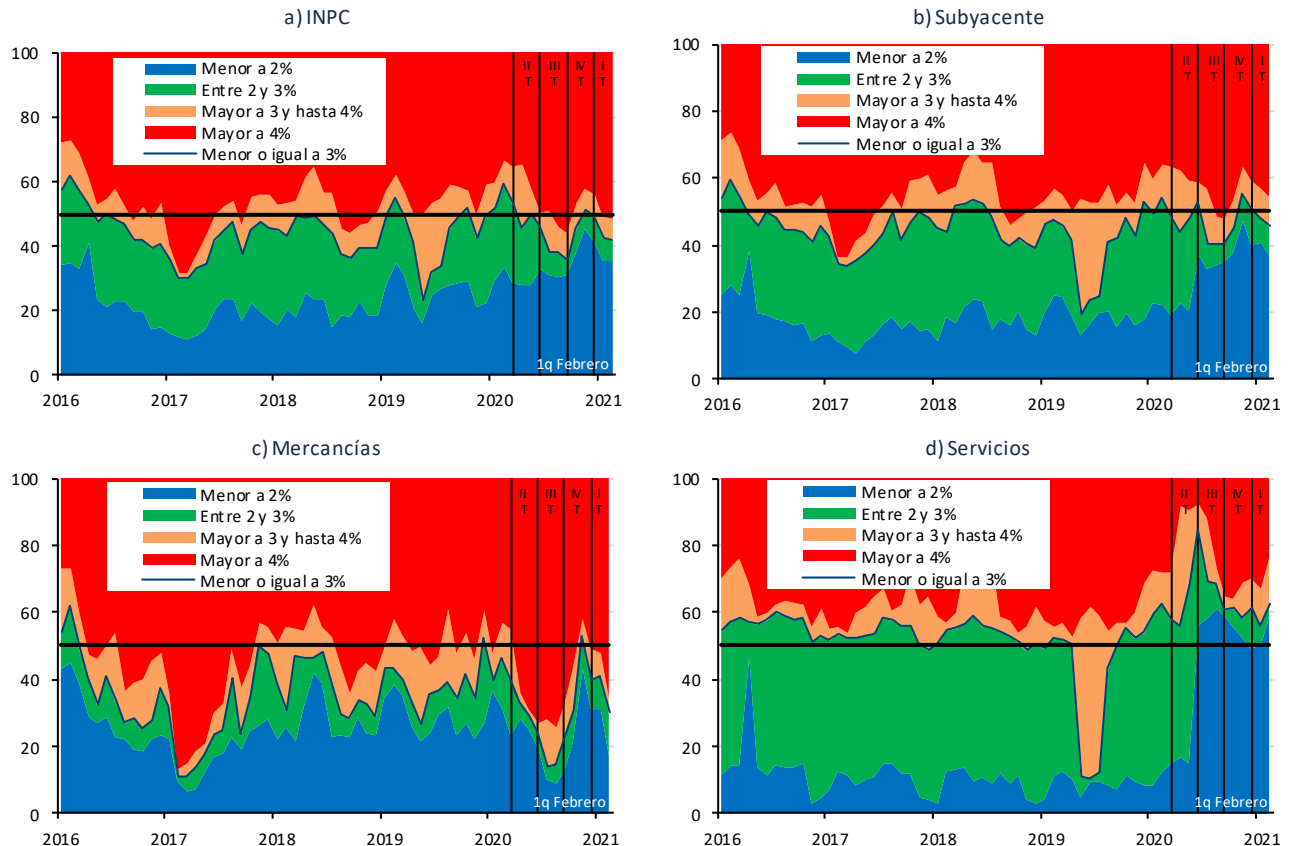
En primer lugar, se calcula la proporción de la canasta del Índice Nacional de Precios al Consumidor (INPC) y del componente subyacente con variaciones mensuales de precios ajustadas por estacionalidad y

anualizadas dentro de distintos intervalos. Para ello, se agrupan los genéricos que componen dichas canastas en cuatro grupos: i) genéricos con variaciones en sus precios menores a 2%; ii) con variaciones entre 2 y 3%; iii) mayores a 3% y hasta 4%; y iv) mayores a 4%. Adicionalmente, se presenta el porcentaje de la canasta del INPC y del componente subyacente en dos categorías: la que tiene variaciones mensuales en sus precios menores

o iguales a 3%, y la que registra variaciones mensuales mayores a 3%. De este análisis se observa que la proporción de la canasta del índice general con variaciones de precios menores o iguales a 3% aumentó entre el tercer y el cuarto trimestre de 2020 (área debajo de la línea azul, Gráfica 73). Este resultado estuvo determinado por el incremento que entre esos trimestres presentaron las proporciones correspondientes a las canastas del índice subyacente y del no subyacente. En el caso de la proporción del índice subyacente, esta reflejó, a su vez, el comportamiento de la canasta de las mercancías durante noviembre, que estuvo influido, en parte, por el periodo de ofertas de “El Buen Fin”. En específico, para el caso del índice general, dicha proporción exhibió un incremento de 37 a 49% en esos trimestres, situándose en 42% en la primera quincena de febrero de 2021, mientras que la proporción correspondiente al índice subyacente

aumentó de 41 a 50% en el lapso trimestral referido, destacando el incremento de dicha proporción a 56% en noviembre y su reversión a 46% en la primera quincena de febrero de 2021. A su vez, la proporción de la canasta de las mercancías con variaciones de precios menores o iguales a 3% aumentó de 17 a 41% entre el tercer y el cuarto trimestre, en parte, por el efecto de “El Buen Fin”, pues en noviembre se situó en 53%, disminuyendo a 30% en la primera quincena de febrero de 2021. En cuanto a la proporción de la canasta de los servicios, fue notorio cómo esta comenzó a exhibir aumentos desde el inicio de la pandemia al introducir las medidas de distanciamiento social que afectaron la demanda por varios de ellos. Dicha proporción se ha mantenido en niveles elevados, de tal forma que en el tercer y el cuarto trimestre de 2020 se situó en 66 y en 60%, respectivamente, ubicándose en 63% en la primera quincena de febrero de 2021.

Gráfica 73
Porcentaje de la Canasta del INPC según Rangos de Incremento Mensual Anualizado a. e. ^{1/}
 Cifras en por ciento



a.e./ Cifras ajustadas estacionalmente.

^{1/} Media móvil de 3 meses.

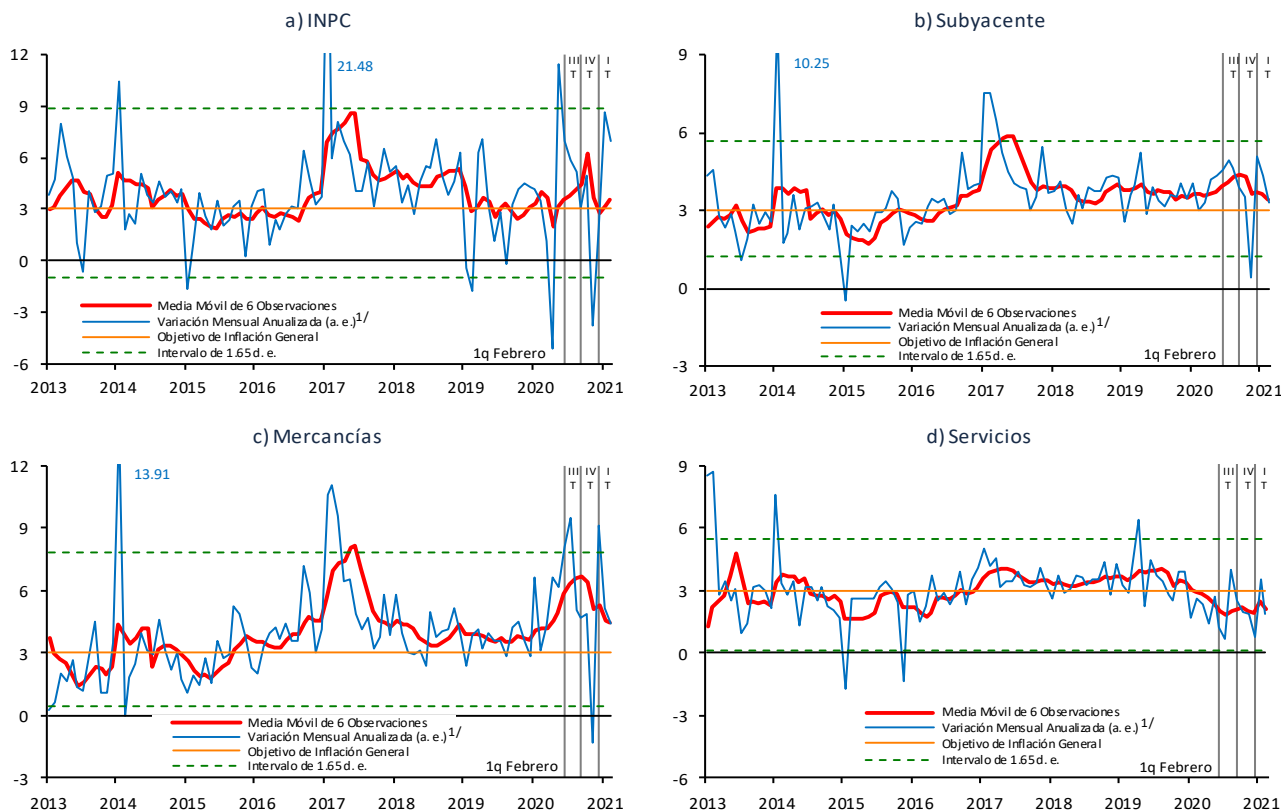
Fuente: Banco de México e INEGI.

A continuación, se presenta la evolución de las variaciones mensuales ajustadas por estacionalidad y anualizadas del índice general y del subyacente, así como de los subíndices subyacentes de las mercancías y de los servicios. Esta información revela que la variación del índice general presentó un descenso notable en noviembre resultado de las disminuciones de precios asociadas con el periodo de ofertas de “El Buen Fin” que contribuyeron a disminuir la inflación subyacente, así como de una reducción en la inflación no subyacente producto de la menor inflación de los energéticos. No obstante, al desvanecerse los efectos de “El Buen Fin”, en combinación con el repunte observado en la inflación de los energéticos, la variación del índice general aumentó al cierre de 2020 y, más notoriamente, a principios de 2021. A su vez, la medida de tendencia (la media móvil de seis observaciones), exhibió descensos a lo largo del

cuarto trimestre, con un ligero aumento en el margen. En efecto, las variaciones mensuales del índice subyacente y de las mercancías también presentaron una baja importante en noviembre, asociada al periodo de ofertas de “El Buen Fin”, mientras que en diciembre exhibieron una reversión. A pesar de la volatilidad descrita, las medidas de tendencia del índice subyacente y de las mercancías exhibieron, en general, una trayectoria a la baja desde principios del trimestre de referencia. En cuanto los servicios, tanto sus variaciones mensuales, como su medida de tendencia, presentaron descensos durante el cuarto trimestre reflejando los efectos de las medidas para reducir la propagación de la pandemia de COVID-19 que han implicado la reducción en la demanda por varios servicios, si bien ambas exhibieron aumentos en enero de 2021 y una reducción en el margen (Gráfica 74).

Gráfica 74
Variación Mensual Desestacionalizada Anualizada y Tendencia

Cifras en por ciento



a.e./ Cifras ajustadas estacionalmente.

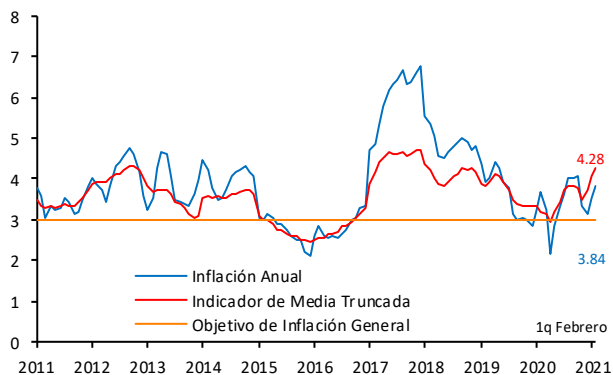
¹ Para la última observación se utiliza la variación quincenal anualizada.

* El intervalo se calcula sumándole y restándole a la media de la variación mensual anualizada (a. e.) 1.65 veces su desviación estándar (d. e.) desde 2011 de modo que si las observaciones se distribuyeran acorde a una normal el 90% estaría dentro del intervalo.

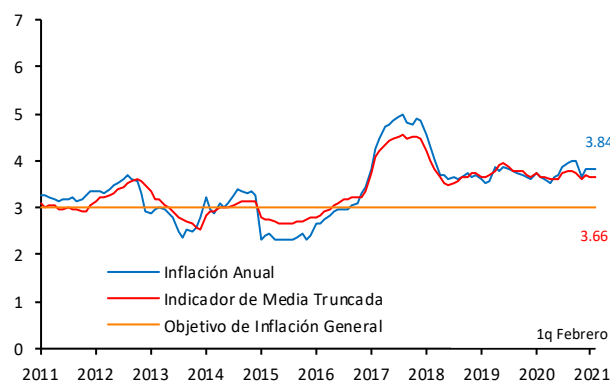
Fuente: Desestacionalización propia con información de Banco de México e INEGI.

Asimismo, se muestra el Indicador de Media Truncada para la inflación general y para la subyacente. En el caso del índice general, el indicador referido se ubicó a partir de noviembre por arriba de los datos sin truncar, lo cual revela que el nivel que presenta la inflación general está influido por la presencia de algunas variaciones extremas de precios a la baja. En particular destacaron las disminuciones de precios asociadas con “El Buen Fin” en noviembre, con energéticos en noviembre y diciembre, y con las frutas y verduras desde noviembre (Gráfica 75 y Cuadro 5). Por su parte, el Indicador de Media Truncada para la inflación subyacente se ubica en niveles solo ligeramente menores a los registrados por la inflación subyacente observada, pues las variaciones extremas de precios al alza y a la baja han tendido, en general, a compensarse. En particular, el Indicador de Media Truncada para la inflación general fue 3.80% en el tercer trimestre y 3.67% en el cuarto, situándose en 4.28% en la primera quincena de febrero de 2021, en tanto que la inflación observada en esos periodos fue 3.90, 3.52 y 3.84%, respectivamente. En lo que se refiere al Indicador de Media Truncada para la inflación subyacente, este se ubicó en 3.76 y en 3.68% en los trimestres mencionados y en 3.66% en la primera quincena de febrero de 2021, mientras que las cifras observadas fueron 3.94, 3.82 y 3.84%, en el mismo orden.

Gráfica 75
Índices de Precios e Indicadores de Media Truncada^{1/}
 Variación anual en por ciento
 a) INPC



b) Subyacente



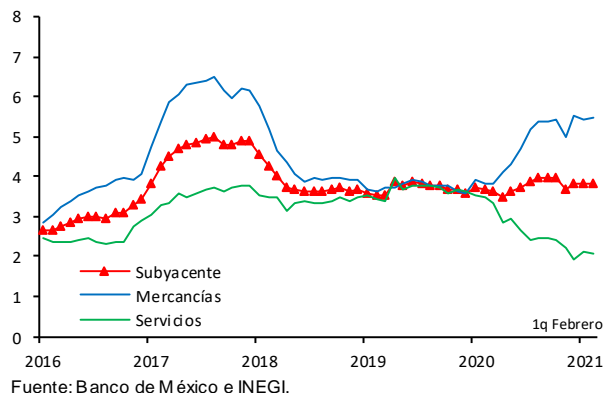
^{1/} El Indicador de Media Truncada elimina la contribución de las variaciones extremas en los precios de algunos genéricos a la inflación de un índice de precios. Para eliminar el efecto de estas variaciones se realiza lo siguiente: i) las variaciones mensuales desestacionalizadas de los genéricos del índice de precios se ordenan de menor a mayor; ii) se excluyen los genéricos con mayor y menor variación, considerando en cada cola de la distribución hasta el 10 % de la canasta del índice de precios, respectivamente; y iii) con los genéricos restantes, que por construcción se ubican más cerca del centro de la distribución, se calcula el Indicador de Media Truncada.

Fuente: Elaboración propia con información de Banco de México e INEGI.

3.1.1. La Inflación Subyacente

La inflación subyacente anual disminuyó de un promedio de 3.94 a uno de 3.82% entre el tercer y el cuarto trimestre de 2020, ubicándose en 3.84% en la primera quincena de febrero de 2021 (Gráfica 76). A su interior continuó observándose el cambio en precios relativos al que ha dado lugar la pandemia, ante los choques de oferta, demanda –reflejando la reasignación de gasto de los hogares hacia las mercancías y reduciendo el de los servicios– y financiero. En particular, la inflación de los servicios continuó reduciéndose, al tiempo que se observó cierta disminución en la inflación de las mercancías alimenticias. Por su parte, en dicho periodo se incrementó la inflación de las mercancías no alimenticias.

Gráfica 76
Índice de Precios Subyacente
 Variación anual en por ciento

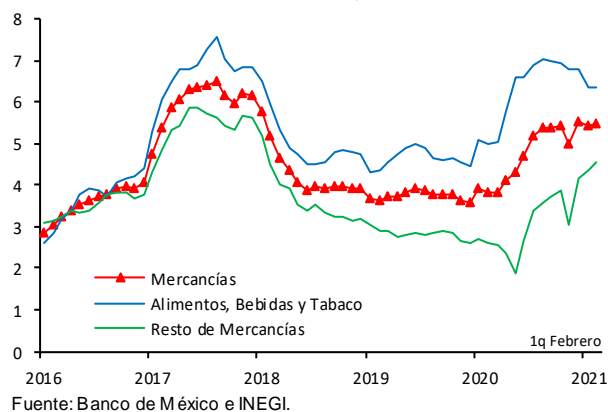


En efecto, en el cuarto trimestre de 2020, la inflación anual promedio de las mercancías fue 5.32%, mismo nivel que en el tercer trimestre, situándose en 5.48% en la primera quincena de febrero de 2021 (Gráfica 77). A su interior, la inflación de las mercancías de alimentos, bebidas y tabaco exhibió cierta disminución, al pasar de un promedio anual de 6.97 a 6.84% entre el tercer y el cuarto trimestre, en tanto que en la primera quincena de febrero de 2021 se situó en 6.33%. En esta reducción en el margen influyó, en parte, el desvanecimiento de los efectos del IEPS a cigarrillos y bebidas saborizadas que se incrementó el año pasado. El comportamiento en las variaciones de los precios de las mercancías alimenticias, en el que se observaron importantes incrementos al inicio de la pandemia que han mostrado cierta moderación más recientemente, también se ha presentado en otros países (Gráfica 78). En el caso de México, es posible que este comportamiento se haya visto influido no solo por el aumento en la demanda local —y posibles choques de oferta—, sino también por cierto traspaso de las presiones en los precios de Estados Unidos sobre los precios internos.²⁸ En contraste, la inflación anual promedio de las mercancías no alimenticias aumentó de 3.56 a 3.69% entre el tercer y el cuarto trimestre, y a 4.56% en la primera quincena de febrero de 2021. Al respecto, como se analiza en el Recuadro 5, en noviembre presentaron volatilidad por las promociones de “El Buen Fin”, que fueron particularmente notorias en la ropa, muebles y aparatos domésticos, así como en artículos de

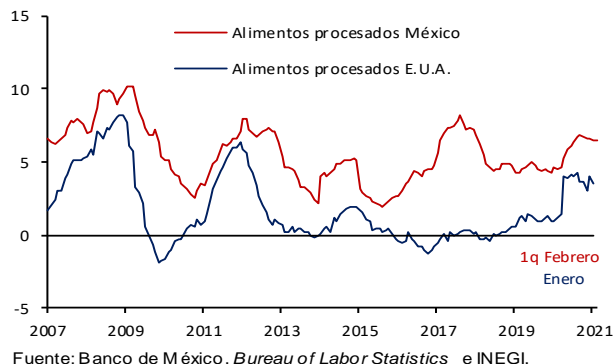
²⁸ En efecto, la evidencia estadística sugiere que la variación anual de los precios de los alimentos procesados en Estados Unidos causa, en el sentido de Granger, a la correspondiente de México, y no en el sentido

entretenimiento. A partir de diciembre, su inflación anual retomó la tendencia al alza que venía exhibiendo desde junio.

Gráfica 77
Índice de Precios Mercancías
 Variación anual en por ciento



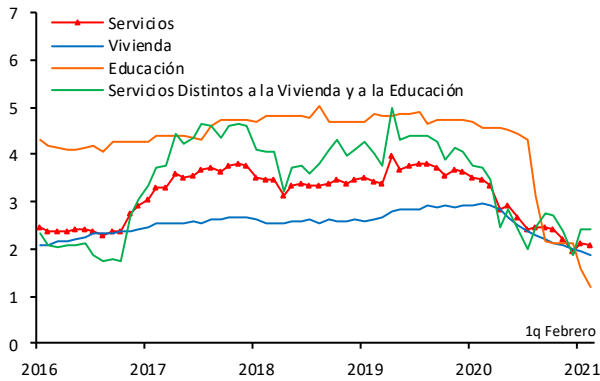
Gráfica 78
Precios al Consumidor de los Alimentos Procesados
 Variación anual en por ciento



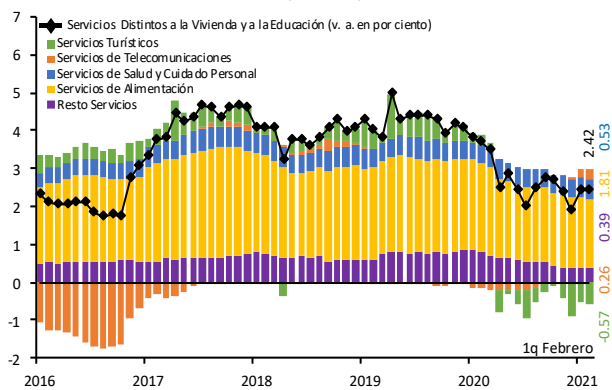
La inflación anual de los servicios continuó descendiendo, al pasar de un promedio de 2.44 a 2.19% entre el tercer y el cuarto trimestre de 2020, en tanto que en la primera quincena de febrero de 2021 registró 2.06%. Este comportamiento respondió a los efectos de las medidas para contener la pandemia de COVID-19 y la disminución asociada en la demanda por muchos de ellos. Al respecto, destacaron las menores variaciones anuales en los precios de los rubros de educación, vivienda (Gráfica 79a) y de otros servicios como los de alimentación, culturales, de diversión y de entretenimiento, al igual que los turísticos (Gráfica 79b).

inverso. La prueba de causalidad de Granger simplemente identifica si estadísticamente una serie de tiempo ayuda a predecir otra, pero no implica un concepto más profundo de causalidad.

Gráfica 79
Índices de Precios de Servicios
a) Variación anual en por ciento



b) Incidencias en puntos porcentuales

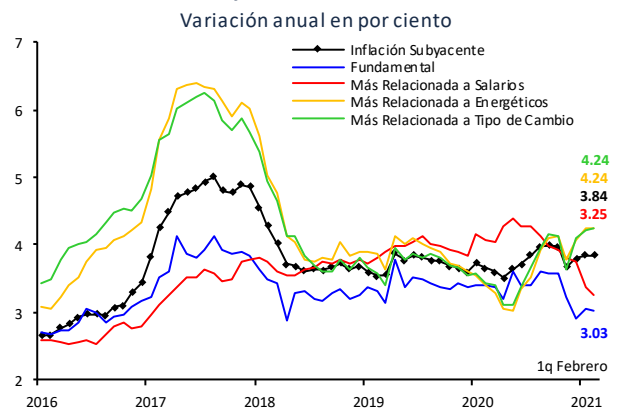


Fuente: Banco de México e INEGI.

En congruencia con las condiciones de holgura amplias en la economía, la inflación subyacente fundamental disminuyó en el periodo de referencia, continúa ubicándose en niveles inferiores a los de la inflación subyacente observada, y la brecha entre estos dos indicadores se ha ampliado (Gráfica 80). En

efecto, entre el tercer y el cuarto trimestre de 2020, la inflación subyacente fundamental pasó de un promedio anual de 3.53 a 3.24%, ubicándose en 3.03% en la primera quincena de febrero de 2021. De manera similar, el indicador más relacionado con salarios mantiene una trayectoria descendente, lo cual es reflejo de la reducción en la inflación de la vivienda, de la educación y, en el margen, también de la de las mercancías alimenticias, bebidas y tabaco. En contraste, los indicadores de bienes y servicios de la inflación subyacente pertenecientes al grupo de aquellos más relacionados al tipo de cambio y a los energéticos mantuvieron una tendencia al alza en el cuarto trimestre y en lo que va de 2021 (con volatilidad por “El Buen Fin”).

Gráfica 80
Indicadores Más Relacionados a Choques de Oferta e Inflación Subyacente Observada^{1/}
Variación anual en por ciento



^{1/} Véase el Recuadro 3 del Informe Trimestral Octubre – Diciembre 2019, “Indicadores de Inflación más Relacionados a Factores de Oferta”.

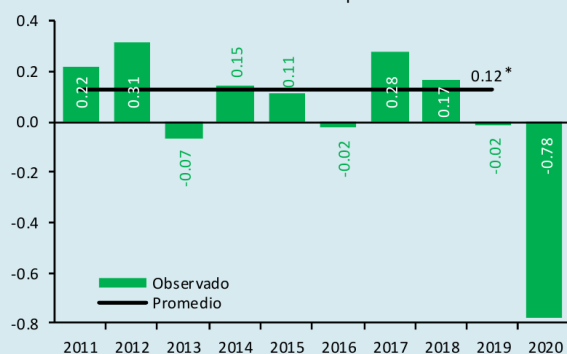
Fuente: Elaborado por Banco de México con información del INEGI.

Recuadro 5. Margen Intensivo y Extensivo en los Efectos de “El Buen Fin” de 2020 sobre la Inflación de Mercancías No Alimenticias

1. Introducción

La variación mensual de las mercancías no alimenticias en noviembre de 2020 se vio fuertemente influida por la mayor duración e intensidad de la edición de “El Buen Fin” de ese año respecto de años anteriores. En particular, si se compara la variación mensual de noviembre de 2020 de este subíndice con la variación correspondiente a ese mismo periodo en los años entre 2011 y 2019, se observa que dicha variación promedió 0.12%, mientras que en 2020 esta fue negativa, registrando un nivel de -0.78% (Gráfica 1). La ropa, los muebles y aparatos domésticos, así como artículos de entretenimiento, fueron el tipo de productos que más contribuyeron a esta variación negativa.

Gráfica 1
Inflación de Mercancías No Alimenticias en Noviembre
Variación mensual en por ciento



* Promedio de 2011 a 2019.

Fuente: Banco de México e INEGI.

Este recuadro muestra evidencia que sugiere que en 2020 “El Buen Fin” tuvo más ofertas y que además estas fueron más intensas, en comparación con años anteriores. En particular, se estima el efecto del margen intensivo (mayor proporción de ofertas) y extensivo (descuentos más grandes) de este periodo de promociones. Los resultados indican que el margen extensivo influyó en mayor medida, lo cual es natural dado que en 2020 este periodo de ofertas fue de mayor duración que en años anteriores.¹ Sin embargo, el margen intensivo también tuvo una contribución sustantiva. Así, la pandemia de COVID-19 parece haber influido de manera importante en las decisiones de promoción de los establecimientos de venta, no solo en la decisión de implementar un periodo de ofertas más prolongado, sino también en que los descuentos hayan sido mayores.

¹ En 2020, “El Buen Fin” tuvo una duración mayor, abarcando 12 días, del 9 al 20 de noviembre, mientras que en ediciones anteriores su duración era de 4 días. Así, en la edición de este año, parte de “El Buen Fin” ocurrió en la primera quincena de noviembre, en tanto que en años pasados solo incluía días de la segunda quincena.

2. Porcentaje de mercancías no alimenticias en oferta y magnitud de ofertas

En la Gráfica 2a se muestra el porcentaje ponderado de mercancías no alimenticias en oferta para la primera quincena de noviembre desde 2011 hasta 2020. Como se puede apreciar, este porcentaje es mayor en 2020 comparado con el de años previos, lo cual se debe naturalmente a que en este año “El Buen Fin” inició desde la primera quincena de noviembre, a diferencia de otros años cuando había tenido únicamente lugar en la segunda quincena de noviembre.² En la Gráfica 2b se presenta el porcentaje de ofertas para las segundas quincenas de noviembre, el cual también fue mayor en 2020 en relación a los años anteriores, lo que ilustra la mayor cantidad de ofertas en “El Buen Fin” de ese año. Posteriormente, el porcentaje de ofertas disminuyó a partir de la primera quincena de diciembre, tal y como se observa en la Gráfica 2c, debido a la terminación del periodo de ofertas.

En relación a la magnitud de las promociones, en la Gráfica 3a se muestra la variación quincenal de los precios de las mercancías no alimenticias que estaban en oferta para primeras quincenas de noviembre para los años de 2011 hasta 2020.³ Se observa que la intensidad de las ofertas fue mayor en 2020 en comparación con otros años. Este mismo patrón se ve en la Gráfica 3b, pues los descuentos en la segunda quincena de 2020 también fueron mayores que en años anteriores. En suma, esta edición de “El Buen Fin” impactó a la inflación por su efecto en el margen intensivo y extensivo, los cuales a continuación se cuantifican.

3. Contribución de las ofertas a la inflación de las mercancías no alimenticias

El mayor efecto de “El Buen Fin” sobre la inflación quincenal de las mercancías no alimenticias en 2020 respecto a 2019 ($\Delta BF_{2020-2019}$) se calcula al restar la contribución a la inflación quincenal de las mercancías no alimenticias en oferta durante “El Buen Fin” de 2020 menos la contribución correspondiente a “El Buen Fin” de 2019, según se muestra en la siguiente ecuación:

$$\Delta BF_{2020-2019} = BF_{2020} - BF_{2019} \quad (1)$$

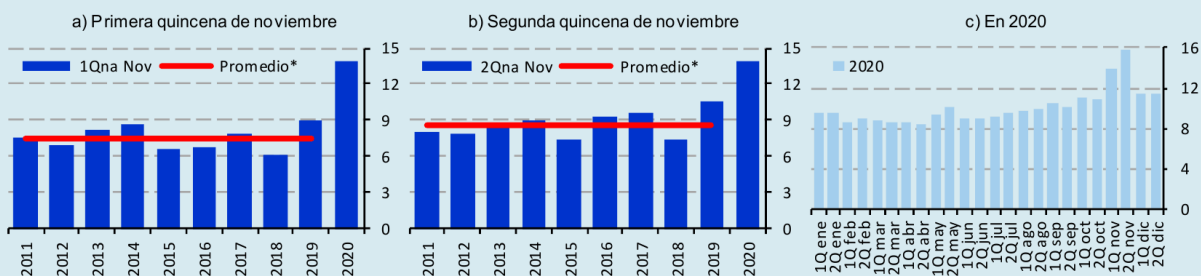
donde BF_t es la incidencia a la inflación quincenal de las mercancías no alimenticias en oferta durante “El Buen Fin” en el año t .

² Incluso, el porcentaje de ofertas durante la primera quincena de noviembre de 2020 es mayor comparado con las segundas quincenas de noviembre de años anteriores, en las cuales ocurría “El Buen Fin”.

³ Estrictamente no se cuenta con información de las magnitudes de las ofertas, por lo que se aproximan con el cambio quincenal en precios de los bienes que se identifican en oferta.

Gráfica 2

Porcentaje de Mercancías No Alimenticias en Oferta ^{1/}
Cifras en por ciento



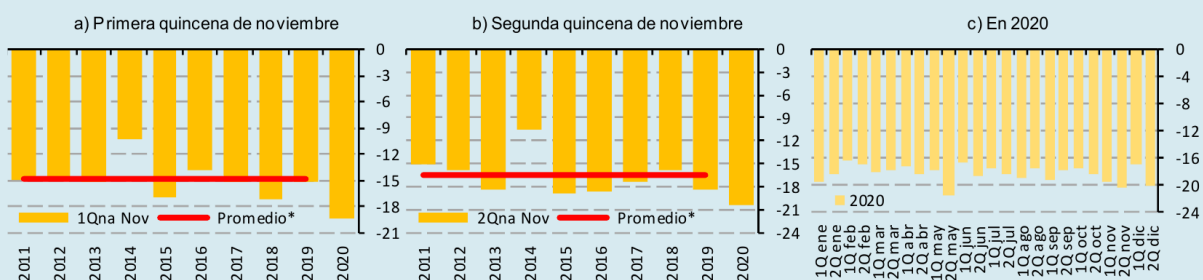
^{1/} Este porcentaje es ponderado según el peso de cada específico en la canasta de mercancías no alimenticias.

^{*/} Promedio de 2011 a 2019.

Fuente: Banco de México e INEGI.

Gráfica 3

Inflación Quincenal de Mercancías No Alimenticias en Oferta ^{1/}
Cifras en por ciento



^{1/} Se calcula la variación quincenal ponderada de los bienes en oferta.

^{*/} Promedio de 2011 a 2019.

Fuente: Banco de México e INEGI.

Por su parte, BF_t , se puede definir como la suma de la incidencia a la inflación quincenal de dos grupos de productos específicos: los que estuvieron en oferta ambos años y los que estuvieron en oferta en el año t pero no en el otro año. En forma algebraica se tiene:

$$\Delta BF_{2020-2019} = \{X_{O en 2020}^{O en 2019} + X_{O en 2020}^{NO en 2019}\} - \{Y_{O en 2019}^{O en 2020} + Y_{O en 2019}^{NO en 2020}\} \quad (2)$$

donde

$X_{O en 2020}^{O en 2019}$ es la incidencia a la inflación quincenal de 2020 de productos en descuento en 2020 y 2019;

$X_{O en 2020}^{NO en 2019}$ es la incidencia a la inflación quincenal de 2020 de productos en descuento en 2020 y no en 2019;

$Y_{O en 2019}^{O en 2020}$ es la incidencia a la inflación quincenal de 2019 de productos en descuento en 2019 y 2020;

$Y_{O en 2019}^{NO en 2020}$ es la incidencia a la inflación quincenal de 2019 de productos en descuento en 2019 y no en 2020.

Ahora bien, el término $X_{O en 2020}^{NO en 2019}$ se puede reescribir como sigue:

$$X_{O en 2020}^{NO en 2019} = \hat{X}_{O en 2020}^{NO en 2019} + Resto \quad (3)$$

donde $\hat{X}_{O en 2020}^{NO en 2019}$ es la incidencia a la inflación quincenal de 2020 de productos específicos en oferta en 2020 y no en 2019, pero donde para calcular su incidencia en lugar de usar la magnitud de la oferta efectivamente observada en 2020, se imputa la magnitud de las ofertas observadas en la segunda quincena de noviembre de 2019.⁴ Este paso permite tomar en cuenta que estos bienes, de haber estado en oferta en 2019, habrían tenido una oferta de menor magnitud de la que efectivamente se observó en 2020 y dicho término permite inferir cuál habría sido su incidencia en ese caso. Esta estimación será útil para poder separar el margen intensivo y el extensivo, pues no sería apropiado atribuir toda la incidencia de estos bienes al margen extensivo, pues parte de su mayor incidencia está influida precisamente por el hecho de que la magnitud de sus ofertas en 2020 fue mayor que en 2019.

⁴ En particular, a cada específico se le imputa la magnitud de la oferta promedio a nivel de genérico correspondiente de la segunda quincena de noviembre de 2019.

Sustituyendo la ecuación (3) en la ecuación (2) y reordenando los términos, se tiene lo siguiente:

$$\Delta BF_{2020-2019} = \{ \hat{X}_{O \text{ en } 2020}^{NO \text{ en } 2019} - Y_{O \text{ en } 2019}^{NO \text{ en } 2020} \} + \{ X_{O \text{ en } 2020}^O \text{ en } 2019 - Y_{O \text{ en } 2019}^O \text{ en } 2020 + \text{Resto} \}. \quad (4)$$

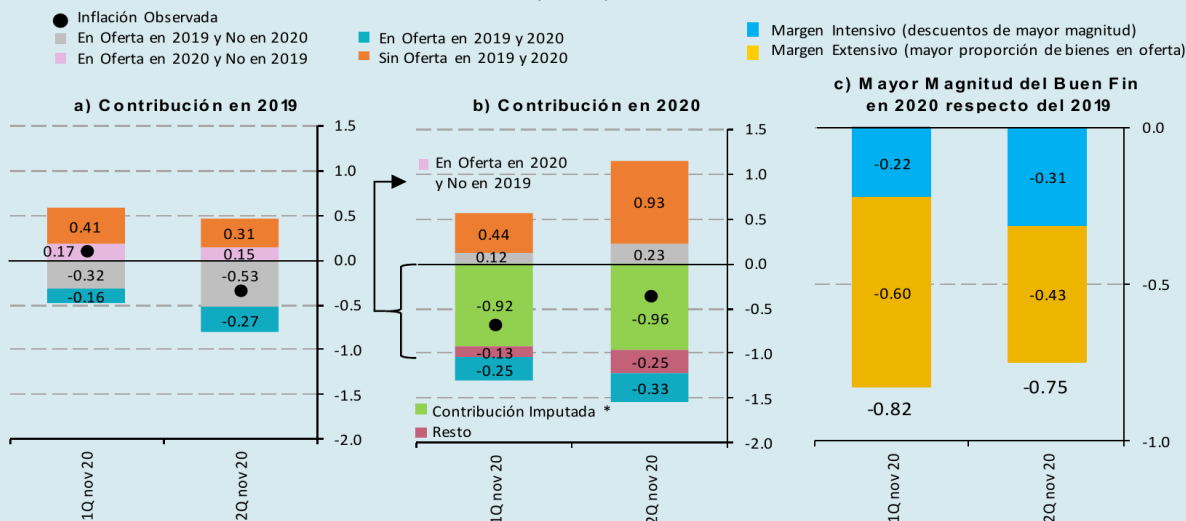
El primer término corresponde al margen extensivo que, en otras palabras, es la diferencia en la incidencia a la inflación de la cantidad de ofertas en 2020 respecto de 2019 cuidando que las magnitudes de las ofertas fueran comparables y así aislar completamente el margen extensivo del intensivo (área verde de Gráfica 4b menos área gris de Gráfica 4a). El segundo término corresponde al margen intensivo, que se estima con la diferencia en la incidencia entre 2020 y 2019 de los bienes que estuvieron en oferta en ambos años (diferencia entre 2020 y 2019 de áreas azul turquesa de Gráfica 4, a) y b), respectivamente), adicionando la parte de la incidencia a la inflación en 2020 (Resto, color rojo claro en Gráfica 4b) de los bienes en oferta en ese año y no en 2019 que se puede atribuir a que sus ofertas en 2020 fueron de mayor magnitud que las que hubieran tenido de haber estado en oferta en 2019.

En la Gráfica 4 se puede observar la incidencia de los distintos grupos de bienes a las inflaciones de ambas quincenas de noviembre en 2019 y en 2020. También se reportan los resultados de la estimación, los cuales indican que de los 82 puntos base (pb) de mayor incidencia de las ofertas de “El Buen Fin” en 2020 respecto a 2019, 60 pb se pueden atribuir al margen extensivo (73%) y el resto al intensivo (27%) en la primera quincena de noviembre. Para la segunda quincena, de los 75 pb de mayor incidencia de las ofertas de “El Buen Fin” en 2020

respecto a 2019, 43 pb se pueden atribuir al margen extensivo (58%) y el resto al intensivo (42%). Estos resultados indican que el margen extensivo tuvo una mayor relevancia en la primera quincena de noviembre, lo que concuerda con el hecho de que en años anteriores en esta quincena no había estado vigente “El Buen Fin”. Para la segunda quincena, el margen intensivo se torna más relevante, lo cual podría reflejar que el periodo de ofertas de 2020 fue atípico también en esa dimensión, posiblemente influido por las complejas condiciones que han enfrentado los establecimientos de venta en el contexto de la crisis sanitaria.

Este episodio particular de “El Buen Fin” generó volatilidad en el comportamiento de la inflación de las mercancías no alimenticias. En particular, en la Gráfica 5 se observa que durante la primera quincena de noviembre de 2020, la entrada de ofertas contribuyó notablemente a la inflación quincenal (-1.1 puntos porcentuales (pp)). Para la segunda quincena de noviembre de 2020, se registraron salidas de ofertas y con una contribución a la inflación quincenal de magnitud similar a las entradas registradas una quincena antes, con signo contrario (0.9 pp). Asimismo, la entrada de ofertas reportadas en la segunda quincena de noviembre fue nuevamente importante con una contribución a la inflación quincenal de -1.3 pp. Destacan también las salidas de ofertas en la primera quincena de diciembre, con una contribución a la inflación quincenal de magnitud similar, con signo opuesto, a las entradas de oferta de la segunda quincena de noviembre (1.4 pp). Así, “El Buen Fin” parecería haber tenido un efecto temporal sobre la inflación anual de las mercancías no alimenticias. En particular, luego de disminuir de 3.85 a 3.06% entre octubre y noviembre, se situó en 4.14% en diciembre.

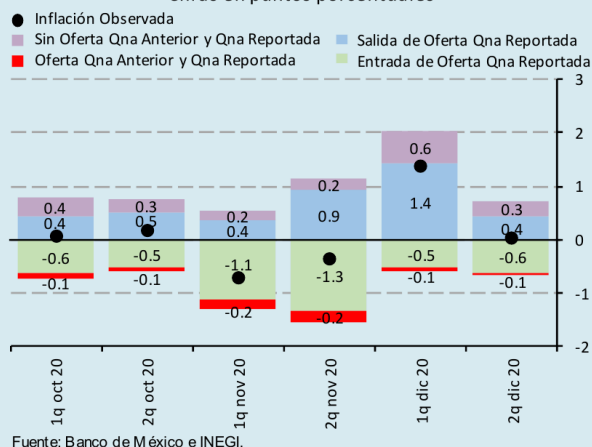
Gráfica 4
Contribución a la Inflación Quincenal de Específicos de Mercancías No Alimenticias
Cifras en puntos porcentuales



*/ Esta área corresponde al término $\hat{X}_{O \text{ en } 2020}^{NO \text{ en } 2019}$ de la ecuación (3), es decir, es la incidencia a la inflación quincenal de 2020 de productos específicos en oferta en 2020 y no en 2019, donde el tamaño de los descuentos se imputa según la magnitud de las ofertas observadas en “El Buen Fin” de 2019 (segunda quincena de noviembre de 2019). Esta imputación es útil para calcular la incidencia del margen extensivo (mayor proporción de bienes en oferta) entre 2020 y 2019 manteniendo comparable la magnitud de dichas ofertas, tal y como se muestra en el primer término de la ecuación (4).

Fuente: Banco de México e INEGI.

Gráfica 5
Contribución a la Inflación Quincenal de
Mercancías No Alimenticias
 Cifras en puntos porcentuales



4. Consideraciones finales

En 2020, el periodo de “El Buen Fin” influyó en mayor medida que en años anteriores en el comportamiento de la inflación de las mercancías no alimenticias. En particular, la contribución de las ofertas a la reducción de la inflación de las mercancías no alimenticias en noviembre fue mayor que en 2019, lo cual fue resultado tanto de un mayor número de ofertas con relación al año previo como de una mayor magnitud en las mismas. Se estima que el margen extensivo presentó una mayor incidencia sobre la inflación quincenal del grupo analizado que el margen intensivo durante ambas quincenas de noviembre, aunque el impacto del margen intensivo también fue importante. Naturalmente, se esperaba un efecto considerable del margen extensivo de “El Buen Fin” sobre la inflación quincenal, dada la mayor duración de este periodo de ofertas durante 2020, aunque también el margen intensivo fue relevante. 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. Hacia delante, los efectos sobre la inflación de “El Buen Fin” dependerán de si su duración e intensidad es como la que se presentó en 2020 o si regresa a las características observadas en ediciones anteriores a la pandemia. En este último caso, en 2021 se tendría un efecto base de comparación que implicaría cierto aumento de la inflación anual de las mercancías no alimenticias en noviembre de este año.

3.1.2. La Inflación No Subyacente

La inflación no subyacente anual disminuyó de 3.77 a 2.62% entre el tercer y el cuarto trimestre de 2020. La disminución trimestral se debió a menores variaciones anuales de los precios de los energéticos y por las disminuciones en las de las frutas y verduras, particularmente al cierre del año. Sin embargo, desde finales del año la inflación de los energéticos se ha venido incrementando, presionando al alza a la inflación no subyacente, que se situó en 3.85% en la primera quincena de febrero de 2021.

- i. Entre el tercer y el cuarto trimestre de 2020, la inflación anual de los energéticos disminuyó de un promedio de -0.18 a uno de -2.12%, como resultado del comportamiento de sus referencias internacionales expresadas en pesos, siendo notorias las menores variaciones anuales que exhibieron los precios de las gasolinas. Sin embargo, conforme las referencias internacionales han aumentado recientemente, la inflación de los energéticos también se ha incrementado, ubicándose en 6.22% en la primera quincena de febrero de 2021 (Gráfica 81).

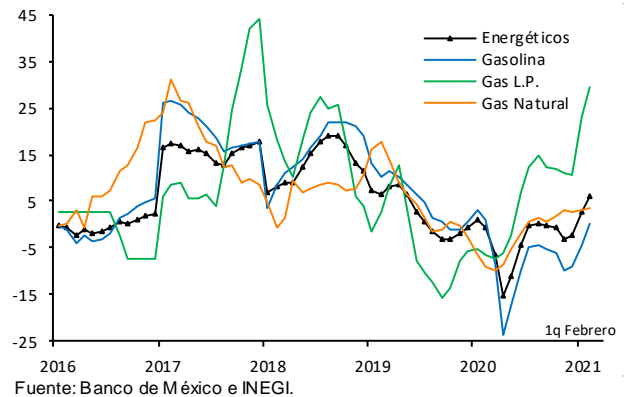
La variación anual de los precios de la gasolina disminuyó de un promedio de -4.92 a -8.30% entre el tercer y el cuarto trimestre de 2020, pero se incrementó a -0.05% en la primera quincena de febrero de 2021. Los precios del gas L.P. registraron una inflación anual promedio de 13.23 y 11.23% en el tercer y cuarto trimestre, respectivamente, mientras que en la primera quincena de febrero de 2021 se ubicó en 29.33%, presionando a la inflación no subyacente, aunque el cambio en la incidencia de las gasolinas fue mayor debido a su elevada ponderación (Gráfica 82). Los significativos incrementos que se observaron desde diciembre en las referencias internacionales del gas L.P. no se reflejaron cabalmente en los precios internos, de tal manera que el cociente de su precio al consumidor respecto de su precio de venta de primera mano ha disminuido, al igual que el cociente del precio de venta de primera mano y su referencia internacional en pesos (Gráfica 83). A su vez, el precio del gas natural pasó de una variación anual promedio de 0.79 a 2.49% entre el tercer y el cuarto trimestre, situándose en 3.33% en la primera quincena de febrero de 2021.

Asimismo, durante 2020 las tarifas eléctricas ordinarias se ajustaron de manera tal que, al cierre del año, su variación anual fue 2.97%, igual a la inflación general anual de noviembre de 2019. En 2021, estas tarifas se han venido ajustando, y continuarán revisándose, de modo que al final del año, su variación anual sea 3.33%, equivalente al nivel que alcanzó la inflación general anual en noviembre de 2020. En cuanto a las tarifas domésticas de alto consumo (DAC), estas registraron cambios mensuales de 3.5% en octubre, -1.5% en noviembre y 4.1% en diciembre, mientras que en enero y febrero de 2021 fueron -1.3 y -0.8%, respectivamente.

ii. La inflación anual de los productos agropecuarios se redujo de 7.26 a 6.89% entre el tercer y el cuarto trimestre de 2020, situándose en 2.14% en la primera quincena de febrero de 2021. A su interior destacó la disminución que presentó la inflación de las frutas y verduras, especialmente desde noviembre, mientras que, por el contrario, la inflación anual de los productos pecuarios presentó una trayectoria al alza a lo largo del trimestre de referencia y en lo que va de 2021 (Gráfica 84).

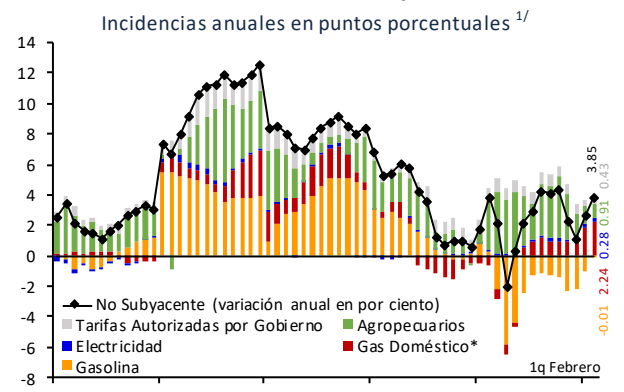
iii. En cuanto a la inflación anual de las tarifas autorizadas por el gobierno, estas pasaron de un promedio de 4.25 a uno de 3.55% entre el tercer y el cuarto trimestre de 2020, ubicándose en 2.49% en la primera quincena de febrero de 2021. Este comportamiento se asocia con menores variaciones anuales en los precios de algunos transportes como el autobús urbano, el colectivo y el taxi.

Gráfica 81
Índices de Precios de Energéticos Seleccionados
Variación anual en por ciento



Fuente: Banco de México e INEGI.

Gráfica 82
Índices de Precios No Subyacente
Incidencias anuales en puntos porcentuales ^{1/}

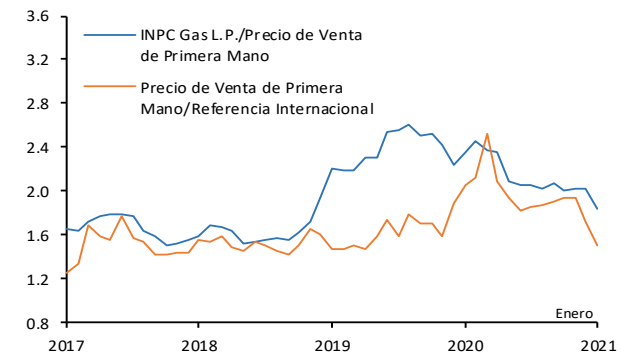


^{1/} En ciertos casos la suma de los componentes respectivos puede tener alguna discrepancia por efectos de redondeo.

* Incluye gas L.P. y gas natural.

Fuente: Elaboración propia con información del INEGI.

Gráfica 83
Precios Relativos del Gas L.P.

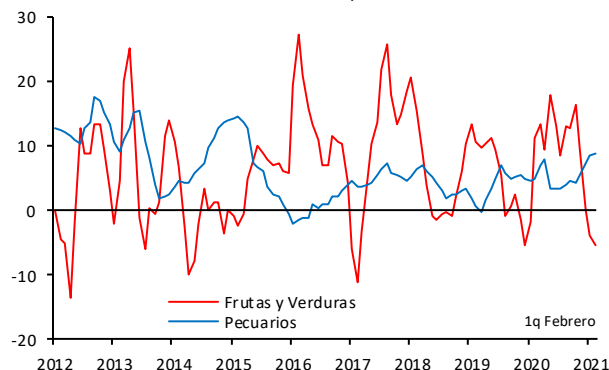


Fuente: Banco de México e INEGI.

Gráfica 84

Índice de Precios de Frutas y Verduras y Pecuarios

Variación anual en por ciento



Fuente: Banco de México e INEGI.

3.2. Índice Nacional de Precios Productor

En lo que concierne al Índice Nacional de Precios al Productor (INPP) de producción total, excluyendo petróleo, su variación anual promedio disminuyó entre el tercer y el cuarto trimestre de 2020, pasando de 4.81 a 4.47%, y ubicándose en 5.25% en enero de 2021. Al interior de este indicador, el crecimiento anual promedio del componente de mercancías y servicios finales disminuyó entre los trimestres mencionados, al pasar de 5.29 a 4.56%, y alcanzando 5.01% en el primer mes del año en curso. En lo que se refiere al subíndice de mercancías y servicios de exportación, su cambio porcentual anual promedio disminuyó de 9.31 a 6.40% en los trimestres

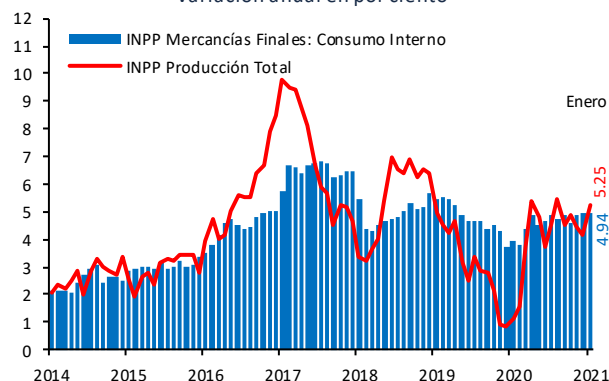
referidos, situándose en 6.00% en enero. Por su parte, el subíndice de precios de bienes y servicios intermedios mostró un alza en su variación anual promedio, al pasar de 3.56 a 4.24% durante el mismo periodo, ubicándose en 5.90% en enero.

El subíndice de precios al productor de bienes finales para consumo interno es el que tiene un mayor poder predictivo sobre la evolución de los precios de las mercancías al consumidor incluidas en el subíndice subyacente. La tasa de crecimiento anual de este subíndice permaneció estable entre los trimestres mencionados, al pasar de 4.84 a 4.83%, al tiempo que en enero se ubicó en 4.94% (Gráfica 85).

Gráfica 85

Índice Nacional de Precios Productor^{1/}

Variación anual en por ciento



^{1/} Índice Nacional de Precios Productor Total, excluyendo petróleo.

Fuente: INEGI y Banco de México.

4. Política Monetaria y Determinantes de la Inflación

Durante todo 2020, la evolución de la inflación estuvo sujeta a choques considerables y con efectos en diferentes sentidos, implicando retos y disyuntivas para la conducción de la política monetaria. Para guiar sus acciones en esta materia, la Junta de Gobierno del Banco de México da seguimiento cercano a la evolución de la inflación respecto a lo previsto, considerando la postura monetaria adoptada y el horizonte en el que esta opera. En este proceso, utiliza 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. Así, se promueve la convergencia ordenada y sostenida de la inflación hacia su meta y se fortalece el anclaje de las expectativas de inflación de mediano y largo plazos. Todo ello a fin de que el Banco de México cumpla con su mandato constitucional.

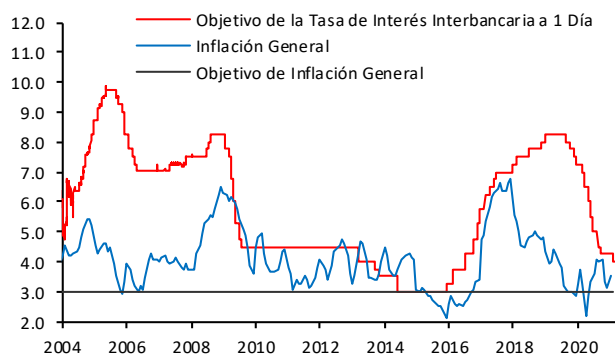
Durante el periodo que cubre este Informe, el Banco de México continuó conduciendo la política monetaria en un entorno de marcada incertidumbre. Si bien los mercados financieros nacionales, en general, registraron un comportamiento positivo durante la mayor parte del cuarto trimestre, persiste un entorno de incertidumbre asociado principalmente con la evolución de la pandemia y sus efectos en la actividad económica, la inflación y las condiciones financieras. Por otra parte, en las últimas semanas se observó un episodio de depreciación del tipo de cambio y de ajuste al alza en las tasas de interés internas, principalmente en las de mayor plazo. Ello estuvo asociado con el aumento significativo que han registrado las tasas de interés de largo plazo en Estados Unidos, ante la perspectiva de un mayor estímulo fiscal y una recuperación económica más vigorosa en dicho país, lo cual junto con los incrementos en los precios de las materias primas, ha generado la expectativa de mayores presiones inflacionarias en la economía estadounidense.

En este entorno complejo e incierto, la estrategia del Banco de México ha sido conducir la política monetaria de manera oportuna y prudente, buscando condiciones que preserven el poder adquisitivo de la moneda nacional.

Respecto de las decisiones de política monetaria, en el 2020 la Junta de Gobierno redujo el objetivo para la Tasa de Interés Interbancaria a un día de 7.25 a 4.25%. Durante el cuarto trimestre de 2020 la mantuvo sin cambio en 4.25%, mientras que en la decisión de febrero de 2021 la redujo en 25 puntos base a 4%. La Junta de Gobierno ha destacado que los retos derivados de la pandemia para la política monetaria incluyen tanto la importante afectación a la actividad económica, como un choque financiero y sus efectos sobre la inflación. En sus reuniones de noviembre y diciembre de 2020, señaló que las previsiones para la inflación general y subyacente correspondientes a los siguientes 12 a 24 meses se mantuvieron alrededor de 3%. Adicionalmente, consideró la conveniencia de consolidar una trayectoria decreciente para la inflación general y subyacente hacia la meta de 3%. Señaló que esta pausa brindaba el espacio necesario para confirmar una trayectoria convergente de la inflación a la meta. Por su parte, en la reunión de febrero de 2021, la Junta señaló 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, consideró 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%. En los comunicados, la Junta ha destacado que hacia delante 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.

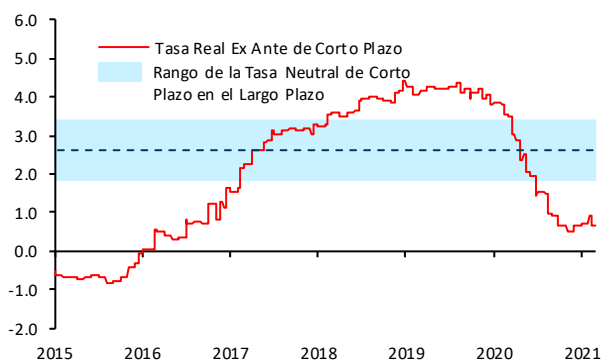
Tomando en cuenta estas acciones de política monetaria, así como la evolución de las expectativas de inflación a 12 meses, la tasa de interés real ex ante de corto plazo se ubica actualmente en un nivel cercano a 0.7%, por debajo del rango estimado para la tasa neutral de interés (Gráficas 86 y 87). En el contexto actual aún existe una elevada incertidumbre acerca de la dirección, magnitud y persistencia que el impacto de la pandemia pudiera tener sobre la tasa neutral de interés.

Gráfica 86
Objetivo de la Tasa de Interés Interbancaria
a 1 Día e Inflación General^{1/}
 Por ciento anual



^{1/} Hasta el 20 de enero de 2008 se muestra la Tasa de Interés Interbancaria a 1 Día. El último dato de inflación corresponde a enero de 2021.
 Fuente: Banco de México e INEGI.

Gráfica 87
Tasa Real Ex Ante de Corto Plazo y Rango Estimado para la
Tasa Neutral Real de Corto Plazo en el Largo Plazo^{1/}
 Por ciento anual



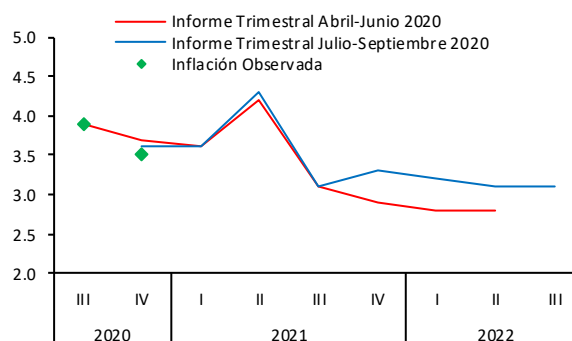
^{1/} La tasa real *ex ante* de corto plazo se calcula como la diferencia entre el Objetivo de la Tasa de Interés Interbancaria a un día y la media de las expectativas de inflación a 12 meses extraídas de la Encuesta Sobre las Expectativas de los Especialistas en Economía del Sector Privado. La línea punteada corresponde al punto medio del rango para la tasa neutral de corto plazo en el largo plazo en términos reales, el cual se ubica entre 1.8 y 3.4%.
 Fuente: Banco de México.

Considerando el horizonte en el que opera la política monetaria, el Banco de México toma sus decisiones a partir de una evaluación de la coyuntura económica y

de las condiciones monetarias y financieras prevalecientes, así como de las perspectivas entorno a estas variables.

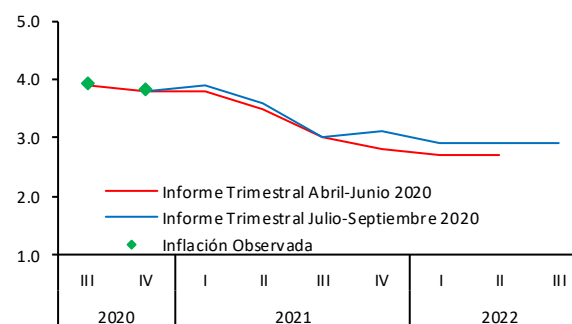
En cuanto a la evolución de la inflación durante el cuarto trimestre del año, destaca que tanto la inflación general como la subyacente disminuyeron conforme a lo previsto en las proyecciones incluidas en el Informe Trimestral Julio – Septiembre, incluso registrando niveles por debajo de lo anticipado en el caso de la general (Gráficas 88 y 89).

Gráfica 88
Pronósticos de Inflación General
 Variación anual en por ciento



Nota: La inflación observada corresponde al promedio del trimestre.
 Fuente: Banco de México e INEGI.

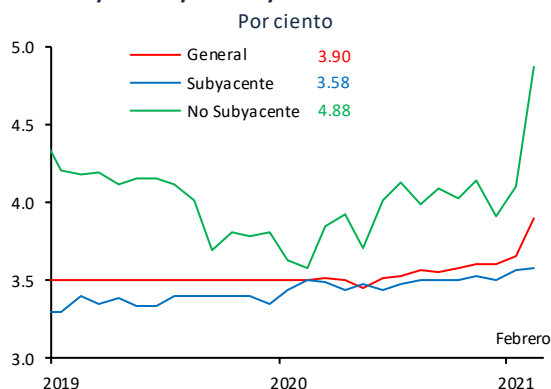
Gráfica 89
Pronósticos de la Inflación Subyacente
 Variación anual en por ciento



Nota: La inflación observada corresponde al promedio del trimestre.
 Fuente: Banco de México e INEGI.

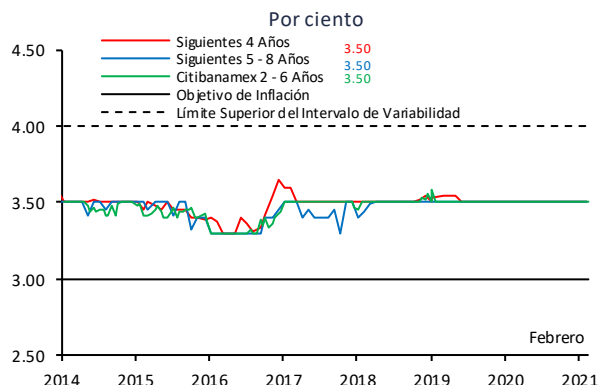
En relación con las expectativas de inflación provenientes de la encuesta que levanta el Banco de México entre especialistas del sector privado destaca que, entre septiembre de 2020 y febrero de 2021, las medianas de las expectativas para la inflación general y subyacente al cierre de 2021 aumentaron de 3.55 a 3.90%, y de 3.50 a 3.58%, respectivamente.²⁹ Asimismo, la mediana implícita del componente no subyacente pasó de 4.09 a 4.88% (Gráfica 90).³⁰ En cuanto a las expectativas de mediano (próximos 4 años) y largo plazos (próximos 5 a 8 años), las medianas para la inflación general y subyacente permanecieron en 3.5% en el periodo que se reporta (Gráficas 91 y 92).³¹

Gráfica 90
Medianas de las Expectativas de Inflación General, Subyacente y No Subyacente al Cierre de 2021



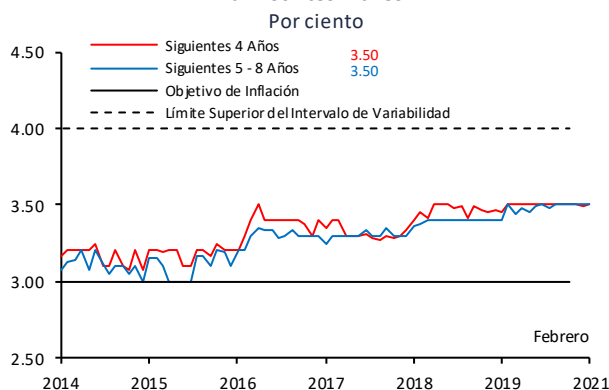
Fuente: Encuesta Sobre las Expectativas de los Especialistas en Economía del Sector Privado.

Gráfica 91
Medianas de las Expectativas de Inflación General a Distintos Plazos



Fuente: Encuesta Sobre las Expectativas de los Especialistas en Economía del Sector Privado y Encuesta Citibanamex.

Gráfica 92
Medianas de las Expectativas de Inflación Subyacente a Distintos Plazos



Fuente: Encuesta Sobre las Expectativas de los Especialistas en Economía del Sector Privado.

²⁹ Para febrero de 2021 se reportan las expectativas de la encuesta correspondiente a ese mes publicada el 2 de marzo de 2021.

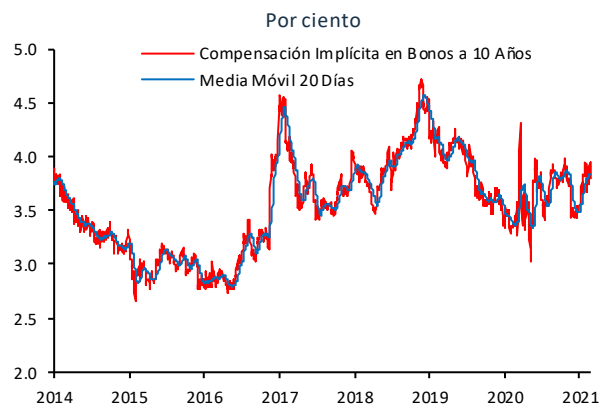
³⁰ Las medianas de las expectativas de la inflación general y subyacente para el cierre de 2021 de la Encuesta Citibanamex, aumentaron de 3.55 a 3.70% y de 3.50 a 3.58%, respectivamente, entre las encuestas del 22 de septiembre de 2020 y del 22 de febrero de 2021.

³¹ Por lo que respecta a la mediana de las expectativas de inflación general de largo plazo de la Encuesta de Citibanamex (para los siguientes 2 a 6 años), esta se mantuvo en 3.5% entre las encuestas del 22 de septiembre de 2020 y del 22 de febrero de 2021.

La compensación por inflación y riesgo inflacionario extraída de instrumentos de mercado disminuyó de manera importante durante noviembre y diciembre, aunque recientemente ha mostrado un aumento, en línea con la inflación observada durante enero y la primera quincena de febrero (Gráfica 93). Este comportamiento reflejó, principalmente, cambios en la prima por riesgo inflacionario, toda vez que la expectativa de inflación de largo plazo (promedio de 6 a 10 años) se mantuvo relativamente estable durante el periodo que cubre este Informe (Gráficas 94 y 95).³² Es importante destacar que a las dificultades propias de la estimación de variables no observables como estas, se agrega que el entorno actual de mayor volatilidad y menor liquidez en los mercados de los instrumentos utilizados en la estimación de los componentes referidos afecta la señal que usualmente se extrae de estas estimaciones.

Respecto de la posición cíclica de la economía, durante el cuarto trimestre de 2020 la actividad económica siguió recuperándose, si bien a un ritmo más moderado que en el trimestre previo. En este sentido, se anticipa que las condiciones de holgura hayan seguido reduciéndose durante el cuarto trimestre, aunque manteniendo una amplitud considerable y con un cierto debilitamiento adicional hacia el final del trimestre e inicios del primero de 2021. Hacia delante, se prevén amplias condiciones de holgura en el horizonte en el que opera la política monetaria.

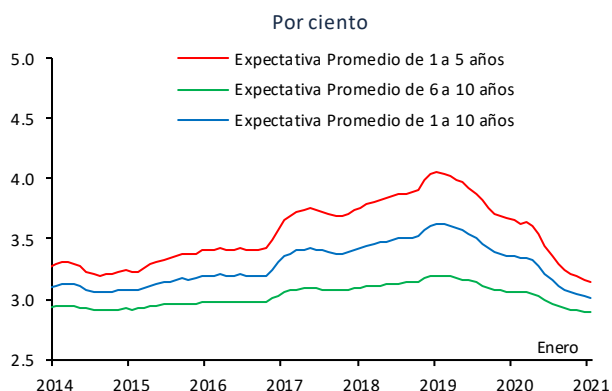
Gráfica 93
Compensación por Inflación y Riesgo Inflacionario Implícita en Bonos



Nota: La compensación por inflación y riesgo inflacionario se calcula como la diferencia entre las tasas de interés nominal y real de largo plazo. A partir del 3 de febrero de 2021, se utiliza como referencia el Udibono con vencimiento al 27 de noviembre del 2031.

Fuente: Estimación de Banco de México con Datos de Valmer y PiP.

Gráfica 94
Estimación de las Expectativas de Inflación Anual Extraídas de Instrumentos de Mercado^{1/}



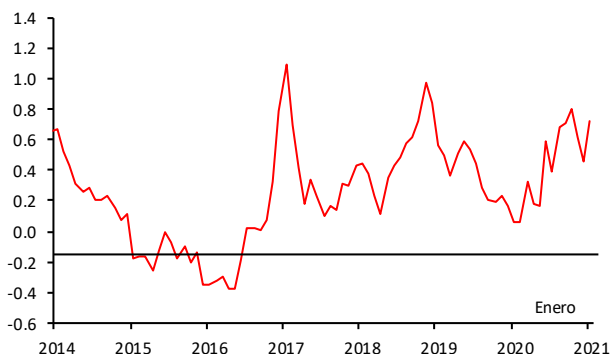
^{1/} La expectativa de inflación se calcula con base en un modelo afín usando datos de Bloomberg, PiP y Valmer, con base en Aguilar, Elizondo y Roldán (2016).

Fuente: Estimaciones del Banco de México con datos de Bloomberg, Valmer y PiP.

³² Para una descripción de la estimación de las expectativas de inflación de largo plazo, ver el Recuadro "Descomposición de la Compensación

por Inflación Esperada y Riesgo Inflacionario" en el Informe Trimestral Octubre - Diciembre 2013.

Gráfica 95
Estimación de la Prima por Riesgo Inflacionario
a 10 Años^{1/}
 Por ciento



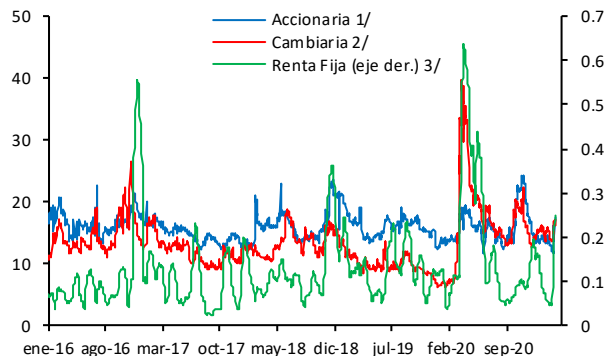
^{1/} La prima por riesgo inflacionario se calcula con base en un modelo afín usando datos de Bloomberg, PIP y Valmer, con base en Aguilar, Elizondo y Roldán (2016).

Fuente: Estimaciones del Banco de México con datos de Bloomberg, Valmer y PIP.

En cuanto a los mercados financieros nacionales, durante la mayor parte del cuarto trimestre estos presentaron un comportamiento positivo asociado a condiciones financieras internacionales favorables ante: i) la política monetaria acomodaticia en las principales economías avanzadas; ii) la conclusión del proceso electoral en Estados Unidos; iii) la aprobación de un paquete de estímulo fiscal en ese país a finales de diciembre de 2020 y más recientemente, a la expectativa de la aprobación de un plan de estímulo adicional propuesto por su nueva administración; y iv) los avances en el desarrollo de vacunas contra el COVID-19 y el comienzo de las campañas de vacunación. No obstante, se presentaron algunos episodios de volatilidad influidos principalmente por: i) el proceso electoral en Estados Unidos; ii) el aumento en el número de casos de COVID-19 en diversos países y las mutaciones del virus que se han propagado con mayor facilidad; iii) el anuncio de nuevas medidas de confinamiento, principalmente en Europa; y iv) el incremento significativo en las tasas de interés, principalmente de largo plazo, en Estados Unidos. En particular, esto último contribuyó a que a partir de la segunda quincena de febrero se observara una mayor

volatilidad financiera, depreciación del peso mexicano, aumentos en las tasas de interés internas de mayor plazo y un empinamiento de la curva de rendimientos. Hacia delante, prevalece un entorno en el que podrían presentarse episodios adicionales de volatilidad, tanto en los mercados financieros internacionales, como en los nacionales (Gráfica 96).

Gráfica 96
Volatilidad en los Mercados Financieros en México
 Por ciento



^{1/} Se refiere al índice de volatilidad de S&P de la Bolsa Mexicana de Valores.

^{2/} Se refiere a la volatilidad implícita de las opciones a un mes del peso mexicano.

^{3/} Se refiere a la desviación estándar con una ventana móvil de 30 días de las tasas de interés de 10 años en México.

Fuente: Bloomberg y Proveedor Integral de Precios (PIP).

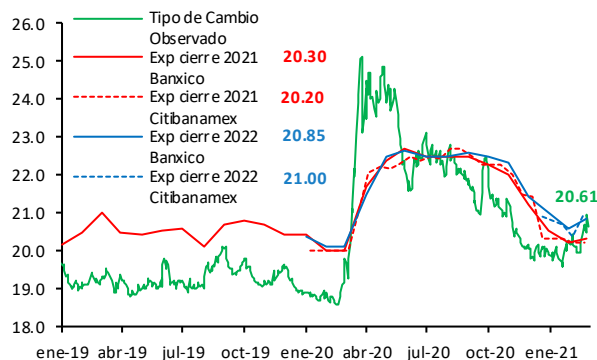
En este contexto, de finales de septiembre a la fecha, el tipo de cambio ha registrado una apreciación con respecto a los niveles del trimestre previo. No obstante, en las últimas semanas la moneda nacional registró una depreciación. Ello estuvo asociado principalmente a factores externos, en particular, al incremento significativo en las tasas de interés de mayor plazo en Estados Unidos antes referido. Cabe señalar que la amplia liquidez del peso mexicano y, en consecuencia, su utilización en la cobertura de riesgos de otras monedas, pudo haber ampliado el ajuste en la cotización de la moneda nacional. Así, durante el periodo que cubre este Informe, el tipo de cambio osciló en un rango entre 19.60 y 21.83 pesos por dólar (Gráfica 97).³³

³³ El peso mexicano opera las 24 horas y de acuerdo con la Encuesta Trianual realizada por el Banco de Pagos Internacionales (BIS) sobre los volúmenes de operación en los mercados cambiarios y de derivados de

abril de 2019, el peso mexicano se ubicó como la decimoquinta moneda de mayor operación en el mundo, y se mantiene como la segunda divisa más operada dentro del conjunto de monedas de países emergentes.

Con el fin de contribuir a un funcionamiento ordenado del mercado de fondeo en moneda extranjera, la Comisión de Cambios siguió atenta a proveer de liquidez en dólares a las instituciones de crédito del país. Al respecto, el Banco de México realizó subastas de crédito en dólares el 9 y 14 de diciembre, utilizando el mecanismo temporal para el intercambio de divisas (conocido como "líneas swap") pactado con la Reserva Federal. Destaca que las necesidades de financiamiento en moneda extranjera han disminuido y se registró una menor demanda por estos recursos. De este modo, el saldo neto vigente resultado de las subastas es de 1.13 mmd. Como en ocasiones anteriores, estas acciones estuvieron encaminadas a ofrecer la posibilidad de renovar el financiamiento recibido (ver Recuadro 6).

Gráfica 97
Tipo de Cambio Nominal^{1/}
 Pesos por dólar



^{1/} El tipo de cambio observado es el dato diario del tipo de cambio FIX. Los números al lado de las expectativas corresponden a las medianas de la encuesta de Banco de México del mes de febrero de 2021 y de la encuesta Citibanamex del 22 de febrero de 2021.

Fuente: Banco de México y Citibanamex.

Recuadro 6. Evolución de la Volatilidad del Tipo de Cambio

1. Introducción

Ante el choque financiero derivado de la pandemia del COVID-19, las economías emergentes (EMEs), incluido México, han enfrentado un entorno complejo e incierto. En particular, el aumento súbito en la aversión al riesgo entre los inversionistas internacionales registrado en marzo provocó salidas de capital considerables de las EMEs, una depreciación de sus monedas respecto al dólar estadounidense y un aumento en la volatilidad de sus tipos de cambio. Posteriormente, a partir de abril la aversión al riesgo disminuyó como consecuencia, entre otros factores, de la adopción de medidas monetarias, fiscales y financieras en las principales economías avanzadas. En este contexto, la volatilidad de las monedas de algunas EMEs ha venido disminuyendo, si bien persisten riesgos importantes.

La evolución de la volatilidad del tipo de cambio y el análisis de sus determinantes son particularmente importantes para la conducción de la política monetaria, principalmente en economías pequeñas y abiertas, como las emergentes. Lo anterior obedece a que la incertidumbre que se genera alrededor del tipo de cambio puede tener repercusiones sobre las expectativas de inflación, lo que a su vez puede afectar al proceso de formación de precios de la economía. En este contexto, una política monetaria prudente puede lograr disminuir dicha volatilidad, propiciar un ajuste más ordenado ante el choque financiero y, con ello, evitar las repercusiones referidas.

En este Recuadro se presenta un análisis de la evolución de la volatilidad del tipo de cambio para un conjunto de EMEs. Para ello se estimó el primer componente principal de la estructura temporal de la volatilidad implícita en las opciones cambiarias, o curva de volatilidad, para estas economías. Posteriormente, para el caso de México se realiza un análisis de los determinantes de la volatilidad referida. Para ello se estimó un modelo de Vectores Autorregresivos (VAR).¹

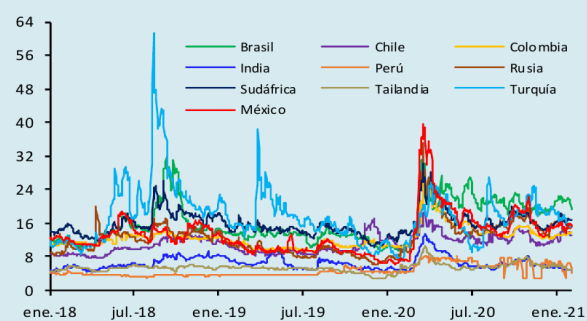
Los resultados muestran que la volatilidad implícita en opciones a distintos plazos para la moneda nacional ha tenido un ajuste a la baja ordenado, y de mayor magnitud, en comparación con el observado en otras EMEs. Asimismo, a partir del modelo VAR se encuentra que la aversión al riesgo global, la actividad económica nacional y el diferencial de tasas de interés con respecto a Estados Unidos, son determinantes importantes de la volatilidad cambiaria. De esta manera, los resultados sugieren que el ajuste ordenado de la volatilidad del tipo de cambio podría estar asociado, en parte, a la estrategia con la cual se condujo la política monetaria, que buscó ser oportuna, prudente y propiciar un ajuste ordenado de la economía y los precios.

2. Primer componente principal de la curva de volatilidad

El choque financiero en marzo tuvo un efecto importante sobre la volatilidad del tipo de cambio de las EMEs. Al respecto, la Gráfica 1 muestra la evolución de la volatilidad implícita en opciones a un mes para distintas economías. Si bien este indicador se ha venido ajustando a la baja, en la mayoría de los casos permanece por encima de los niveles observados previo al choque mencionado.² El análisis de componentes principales permite estimar factores comunes que afectan la dinámica de la curva de volatilidad. En particular, el primer componente explica la mayor parte de dicha dinámica, a la vez que refleja cambios a lo largo de toda la curva.³ La Gráfica 2 presenta el primer componente principal de cada EME considerada en el análisis. La evolución de este indicador sugiere que las curvas de volatilidades después de haber mostrado en marzo de 2020 un ajuste importante al alza, han venido desplazándose hacia abajo, si bien se mantienen en niveles superiores a los registrados antes de la pandemia. Aunado a lo anterior, puede apreciarse cierta diferenciación en el comportamiento de dicho indicador entre las distintas economías, lo que puede estar asociado a factores idiosincrásicos. En particular, se observa que el ajuste a la baja de la volatilidad de la moneda nacional ha sido mayor que el que se ha registrado para la volatilidad de monedas de otras EMEs.

Gráfica 1

Volatilidad Implícita en Opciones a 1 Mes
Por ciento anualizado



Fuente: Bloomberg.

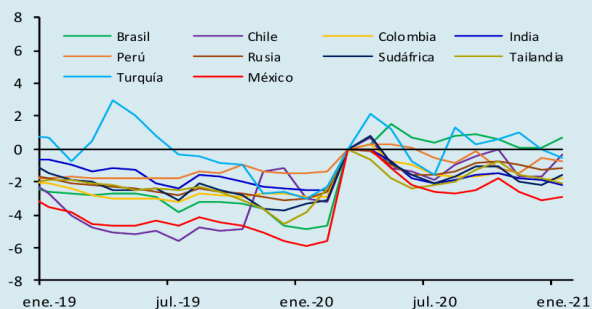
¹ Este modelo incluye los principales factores macroeconómicos que se han identificado en la literatura como determinantes de la volatilidad del tipo de cambio, como son la aversión al riesgo y los diferenciales entre las tasas de interés internas y externas, entre otros. Véase por ejemplo Grossmann et al. (2014).

² Las EMEs analizadas son Brasil, Chile, Colombia, India, México, Perú, Rusia, Sudáfrica, Tailandia y Turquía. India, Perú y Tailandia intervienen consistentemente en sus mercados cambiarios. La estimación se realiza con datos

diarios para el periodo 25 de junio de 2008 a 25 de enero de 2021, dependiendo de la disponibilidad. Las curvas de volatilidad contienen opciones con vencimientos de 1, 3, 6 y 9 meses.

³ El primer componente principal es el componente común que explica la mayor proporción de la varianza de los datos.

Gráfica 2
Primer Componente Principal de la Curva de Volatilidades
Implícitas en Opciones de Tipo de Cambio de Economías
Emergentes para Plazos Cortos
 Diferencias respecto a marzo 2020



Fuente: Elaborado por Banco de México con información de Bloomberg.

3. Modelo de Vectores Autorregresivos (VAR)

Para analizar los determinantes de la volatilidad del tipo de cambio en México, se estimó un modelo de Vectores Autorregresivos (VAR). La representación de este modelo en forma reducida que se utiliza es la siguiente:

$$y_t = c + Ay_{t-1} + u_t,$$

donde y_t es un vector con las siguientes variables endógenas:⁴

- Índice de aversión al riesgo global.
- Actividad económica nacional (IGAE).
- Índice nacional de precios al consumidor en México.
- Diferencial entre la tasa de fondeo en México y la tasa de fondos federales de la Reserva Federal.
- Prima por las coberturas de riesgo soberano (CDS a 5 años).

⁴ Se toman logaritmos y primeras diferencias según sea necesario para garantizar que las variables sean estacionarias. Para determinar el número óptimo de rezagos, se utiliza el criterio de información bayesiano (BIC). Todas las raíces del modelo son menores que uno y, por lo tanto, el modelo VAR es estable.

⁵ Las estimaciones que se presentan en este recuadro también se realizaron considerando el primer componente principal de la curva de volatilidades, obteniéndose resultados cualitativamente similares.

⁶ La medida de actividad económica que se utiliza es el IGAE ajustado por estacionalidad. Se utiliza la tasa “sombra” de la Reserva Federal ya que esta toma en cuenta las políticas monetarias no convencionales implementadas después de la crisis financiera mundial y, más recientemente, durante la pandemia de COVID-19 (Wu y Xia, 2016). Los resultados se mantienen al incluir en el modelo VAR la producción industrial de Estados Unidos, reservas internacionales o una medida de volatilidad del precio del petróleo.

- Flujos de inversión en valores del gobierno por parte de no residentes.
- Tipo de cambio del peso mexicano con respecto al dólar estadounidense.
- Volatilidad implícita en opciones a 1 mes del tipo de cambio.⁵

Adicionalmente, c y A son un vector y una matriz de parámetros a estimar; y u es un vector de residuales.⁶ Cabe señalar que el modelo VAR toma en cuenta los efectos rezagados de los movimientos de las variables incluidas, así como los efectos de retroalimentación entre todas las variables del modelo. De este modo, permite estimar la dinámica de la respuesta de la volatilidad del tipo de cambio ante diferentes choques. El modelo se estimó considerando una muestra que va de enero de 2009 a diciembre de 2020.⁷

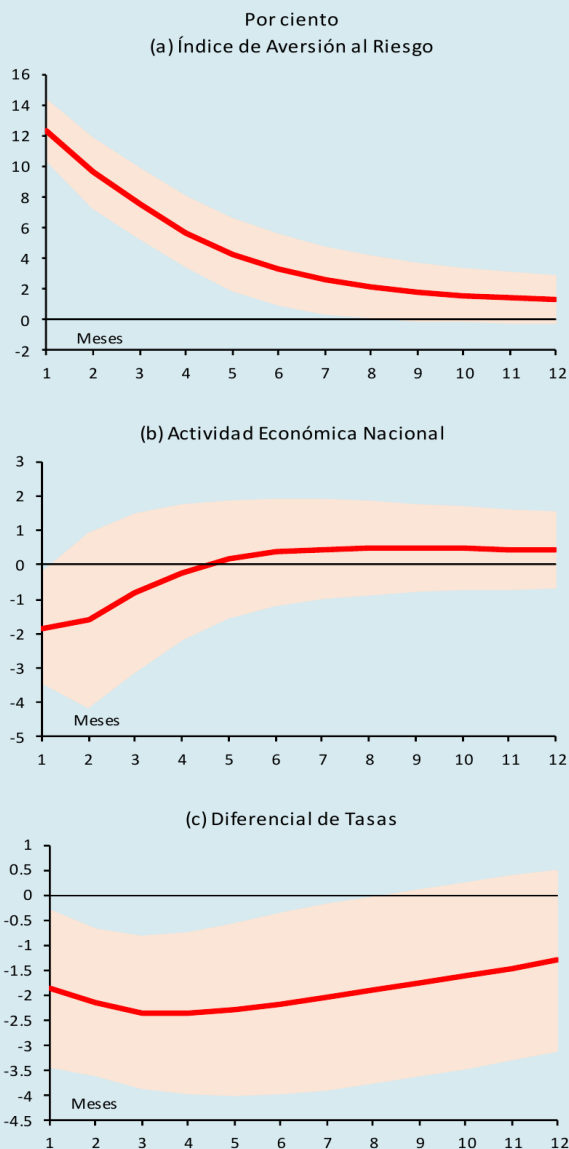
4. Funciones de impulso respuesta del modelo VAR

Las funciones de impulso respuesta de la volatilidad del tipo de cambio ante choques de una desviación estándar a la aversión al riesgo, a la actividad económica nacional y al diferencial de tasas de interés se presentan en la Gráfica 3. Las respuestas se presentan en porcentaje para un horizonte de 12 meses con intervalos de confianza del 90 por ciento.⁸ En particular, como puede observarse, los aumentos en la aversión al riesgo generan incrementos en la volatilidad del tipo de cambio (Gráfica 3 panel (a)). Por su parte, aumentos en la actividad económica nacional y en el diferencial de tasas de interés disminuyen dicha volatilidad, como muestran los paneles (b) y (c) de la Gráfica 3. En este sentido, podría argumentarse que la menor aversión al riesgo global que se ha registrado a partir de abril del año pasado, es un factor que pudo haber contribuido a la caída en la volatilidad del mercado cambiario que se ha registrado. Sin embargo, factores idiosincrásicos como la gradual recuperación de la economía nacional y el diferencial de tasas de interés entre México y los Estados Unidos también pudieron haber contribuido a la menor volatilidad cambiaria.

⁷ En particular, para este periodo se tiene registro de los flujos de inversión en valores gubernamentales en frecuencia mensual. De acuerdo con la teoría económica y la evidencia empírica, la volatilidad del mercado cambiario depende de la dinámica de los flujos de capital y su impacto sobre el tipo de cambio (Caporale et al., 2017).

⁸ A fin de conocer la respuesta *ceteris paribus* de la volatilidad del tipo de cambio ante choques en sus determinantes, se identificaron choques estructurales o puramente exógenos correspondientes a cada una de las variables del modelo. Dichos choques se obtuvieron por medio de una identificación recursiva. Es decir, las variables se ordenan según su grado de exogeneidad en el mismo orden en que aparecen en el vector y_t . Se emplea el método de Monte Carlo para estimar los errores estándar de las funciones de impulso respuesta usando 10,000 repeticiones.

Gráfica 3
Funciones de Impulso Respuesta de la Volatilidad del Tipo de Cambio
Por ciento



Nota: Las gráficas muestran la respuesta de la volatilidad del tipo de cambio ante un choque de una desviación estándar en cada variable.
Fuente: Elaborado por Banco de México con información de Citigroup, INEGI, Wu y Xia (2016) y Bloomberg.

5. Consideraciones finales

Ante los choques derivados de la pandemia del COVID-19 y las medidas adoptadas para contener su propagación, la economía mexicana, al igual que el resto de las economías emergentes, ha enfrentado un entorno complejo e incierto que condujo a un aumento en la volatilidad de los mercados cambiarios. En particular, las mayores afectaciones se observaron en marzo y abril. Posteriormente, conforme se fueron adoptando medidas para contener los efectos negativos de la pandemia sobre los mercados financieros, el sentimiento de aversión al riesgo entre los participantes en los mercados se redujo y, con ello, la volatilidad del mercado cambiario registró niveles más bajos, si bien continúa en niveles superiores a los observados antes del comienzo de la pandemia. En este contexto, factores idiosincrásicos que afectan la volatilidad del tipo de cambio, tales como el diferencial de tasas de interés con respecto a Estados Unidos, podrían haber contribuido, en parte, a que se registrara un ajuste relativamente mayor, y con mayor rapidez, de la volatilidad de la moneda nacional. Al respecto, el análisis de los determinantes de la volatilidad del tipo de cambio sugiere que dicho diferencial pudo haber contribuido a moderar la incertidumbre alrededor del tipo de cambio y, por tanto, a atenuar las presiones al alza que podría enfrentar el proceso inflacionario.

6. Referencias

Caporale, G. M., Ali, F. M., Spagnolo, F., y Spagnolo, N. (2017). International portfolio flows and exchange rate volatility in emerging Asian markets. *Journal of International Money and Finance*, 76, pp. 1-15.

Grossmann, A., Love, I., y Orlov, A. G. (2014). The dynamics of exchange rate volatility: A panel VAR approach. *Journal of International Financial Markets, Institutions and Money*, 33, pp. 1-27.

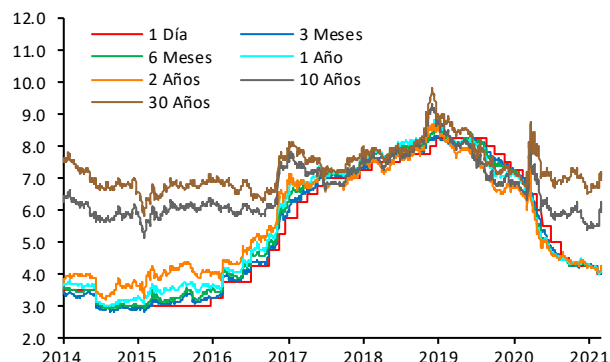
Wu, J. C., y Xia, F. D. (2016). Measuring the macroeconomic impact of monetary policy at the zero lower bound. *Journal of Money, Credit and Banking*, 48(2-3), pp. 253-291.

Sobre las condiciones monetarias y financieras relativas destaca lo siguiente:

- i. Durante el periodo que cubre este Informe, los bancos centrales de las principales economías avanzadas mantuvieron sin cambios sus tasas de referencia en niveles históricamente bajos. Asimismo, dichos bancos centrales utilizaron su balance para preservar condiciones de financiamiento favorables, apoyando el flujo de crédito y la actividad económica y, a la vez, procurando la convergencia de la inflación a sus respectivos objetivos de largo plazo. Además, a fin de contribuir a propiciar un aumento en la inflación hacia sus metas y evitar un entorno deflacionario, reiteraron su compromiso de mantener una postura acomodaticia por un periodo prolongado. En este contexto, recientemente las tasas de largo plazo en Estados Unidos han registrado un aumento ante la expectativa de que las acciones de política económica propicien un aumento en la inflación de ese país.
- ii. En cuanto al comportamiento de las tasas de interés en México, durante el cuarto trimestre y hasta la primera quincena de febrero, estas presentaron disminuciones generalizadas, con caídas de mayor magnitud en las tasas correspondientes al mediano y largo plazos. No obstante, estas últimas han mostrado un repunte recientemente, en línea con el ajuste al alza observado en las tasas de largo plazo en Estados Unidos, si bien de mayor magnitud (Gráficas 98, 99 y 100).
- iii. Dado el comportamiento de las tasas de interés descrito, la pendiente de la curva de rendimientos (definida como la diferencia entre la tasa de interés de 10 años y la de 3 meses) se ajustó a la baja en el cuarto trimestre, aunque mostró un repunte en las últimas semanas (Gráfica 101). A su vez, los componentes de la tasa de interés de 10 años (promedio de uno a 10 años de la expectativa de la tasa de interés de corto plazo y la prima por plazo) disminuyeron durante el trimestre, no obstante, esta última registró un incremento en las últimas semanas (Gráfica 102).

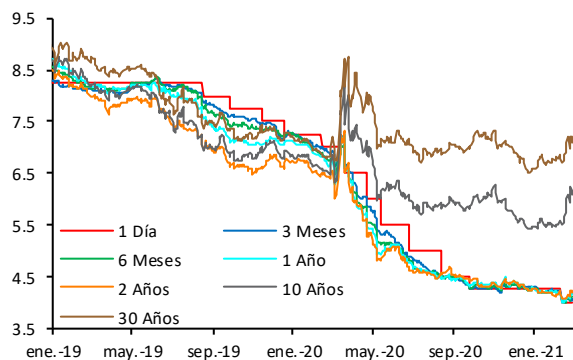
- iv. Los indicadores de mercado que miden el riesgo de crédito soberano en México continuaron disminuyendo, en línea con lo observado en la mayoría de las economías emergentes (Gráfica 103).

Gráfica 98
Tasas de Interés de Valores Gubernamentales en México
Por ciento



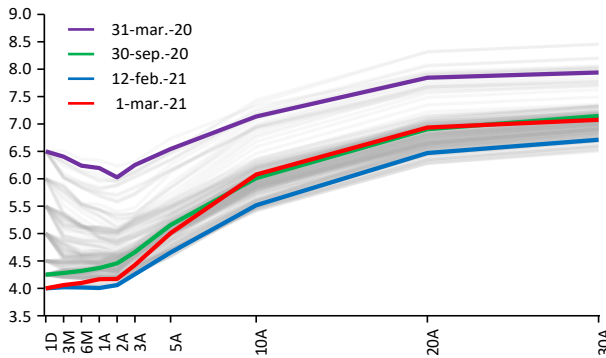
Fuente: Proveedor Integral de Precios (PIP).

Gráfica 99
Tasas de Interés de Valores Gubernamentales en México
Por ciento



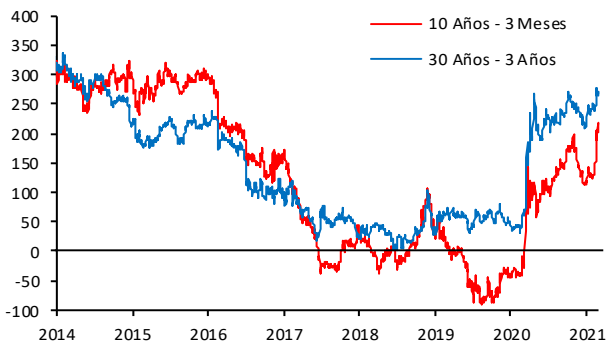
Fuente: Proveedor Integral de Precios (PIP).

Gráfica 100
Curva de Rendimientos de México
 Por ciento



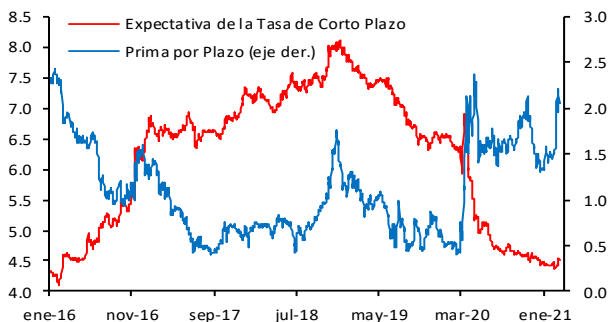
Nota: Las líneas grises se refieren a las curvas de rendimientos diarias desde el 30 de marzo de 2020.
 Fuente: Proveedor Integral de Precios (PiP).

Gráfica 101
Pendiente de la Curva de Rendimientos
 Puntos base



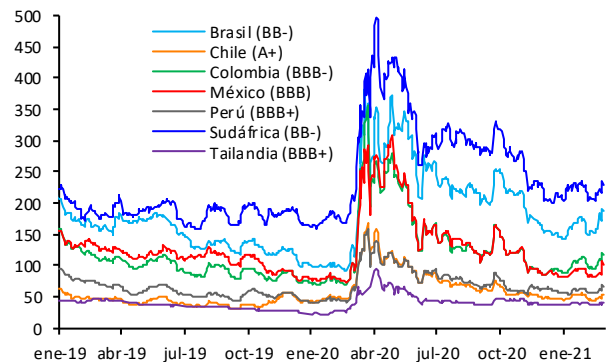
Fuente: Proveedor Integral de Precios (PiP).

Gráfica 102
Expectativa de la Tasa de Corto Plazo y Prima Por Plazo en México
 Puntos porcentuales



Fuente: Estimación del Banco de México con datos de Valmer, Proveedor Integral de Precios y Bloomberg.

Gráfica 103
Indicadores de Mercado que Miden el Riesgo de Crédito Soberano Nacional^{1/}
 Puntos base

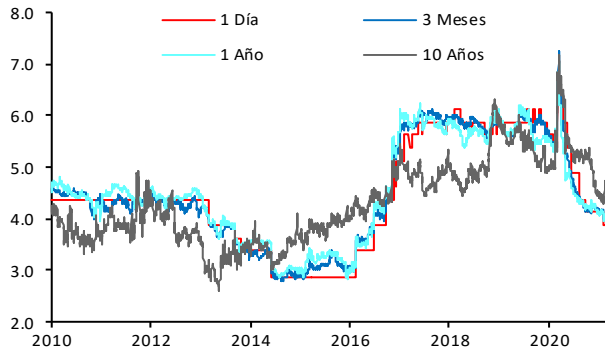


^{1/} Se refiere a los *Credit Default Swaps* a 5 años.

Nota: La mediana de la calificación soberana para cada país se muestra entre paréntesis y corresponde a la mediana de las calificaciones de Fitch Ratings, Moody's y Standard & Poor's, normalizadas a la escala de esta Fuente: Bloomberg.

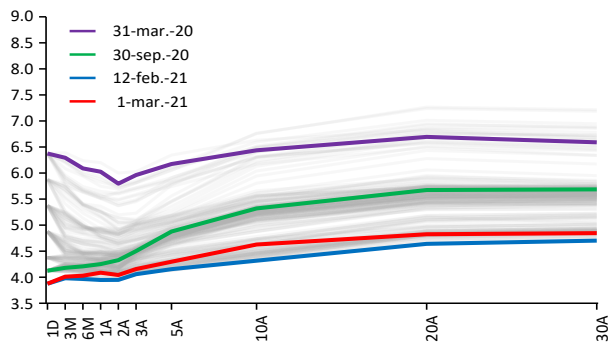
- v. Tomando en consideración las acciones de política monetaria del Banco de México y de la Reserva Federal, los diferenciales de tasas de interés entre ambos países se ajustaron a la baja en el periodo que cubre este Informe. No obstante, el comportamiento descrito en las tasas de interés de largo plazo en Estados Unidos y en México en las últimas semanas ha propiciado un aumento en dichos diferenciales (ver Recuadro 7 y Gráficas 104 y 105). Por su parte, al ajustar por la volatilidad del peso mexicano, los diferenciales se mantuvieron estables, en niveles similares a los de otras economías emergentes (Gráfica 106).

Gráfica 104
Diferenciales de Tasas de Interés entre México y Estados Unidos^{1/}
 Por ciento



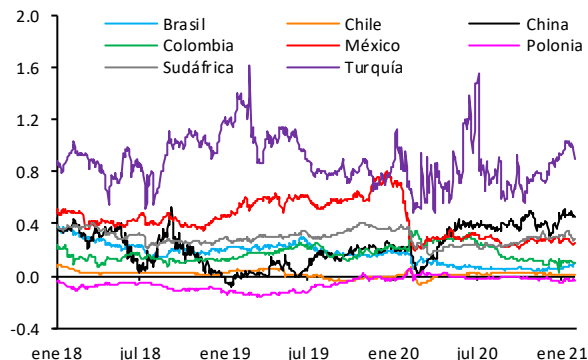
^{1/} Para la tasa objetivo de Estados Unidos se considera el promedio del intervalo considerado para la Reserva Federal.
 Fuente: Proveedor Integral de Precios (PIP) y Departamento del Tesoro de Estados Unidos.

Gráfica 105
Curva de Diferenciales de Tasas de Interés entre México y Estados Unidos
 Puntos porcentuales



Nota: Las líneas grises se refieren a las curvas de rendimientos diarias desde el 30 de marzo de 2020.
 Fuente: Proveedor Integral de Precios (PIP) y Departamento del Tesoro de Estados Unidos.

Gráfica 106
Diferencial de Tasas de Interés de Países Emergentes y Estados Unidos a 3 meses Ajustado por Volatilidad
 Índice



Nota: Los diferenciales se calculan con el diferencial implícito en los forwards cambiarios a 3 meses, ajustados por la volatilidad implícita al mismo plazo.
 Fuente: Cálculos de Banco de México con datos de Bloomberg.

El Banco de México 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.

Recuadro 7. Efectos de las Condiciones Financieras sobre las Perspectivas Económicas de México

1. Introducción

Ante el choque financiero derivado de la pandemia de COVID-19, los hogares, empresas e instituciones financieras del país han enfrentado un entorno complejo e incierto. Ante ello, el Banco de México ha implementado una serie de medidas extraordinarias con el objetivo de brindar liquidez, promover un comportamiento ordenado de los mercados financieros y fortalecer los canales de crédito.¹ Lo anterior, a fin de reducir la posibilidad de que las instituciones de crédito tuvieran un comportamiento pro-cíclico, lo cual implicaría magnificar las condiciones desfavorables que se enfrentaban. Las medidas también tienen como propósito crear condiciones que faciliten que los intermediarios financieros puedan cumplir con su función prioritaria de proveer financiamiento a la economía, para que a su vez este pueda destinarse a las micro, pequeñas y medianas empresas, así como a los hogares que han visto afectadas sus fuentes de ingreso.

En este recuadro se presenta una estimación de los efectos de estas medidas extraordinarias sobre las condiciones financieras en México, así como las implicaciones de esto último sobre sus perspectivas de crecimiento económico. Para ello, primero se realizó un análisis de los determinantes de las condiciones financieras en México, mediante la estimación de un modelo de Vectores Autorregresivos (VAR). A partir de dicho modelo se encuentra, mediante un ejercicio contrafactual, que las condiciones financieras observadas durante 2020 muestran un mayor relajamiento que las que se habrían registrado en caso de no haberse implementado las medidas extraordinarias referidas. De esta manera, los resultados sugieren que dichas medidas pudieran haber contribuido a un comportamiento más ordenado de los mercados financieros en México. Posteriormente, la estimación contrafactual de las condiciones financieras se utiliza para evaluar el efecto que dicho comportamiento más ordenado de los mercados financieros pudo haber tenido sobre las perspectivas de crecimiento, a través de un ejercicio de crecimiento en riesgo.

2. Efectos sobre las condiciones financieras

Para analizar los determinantes de las condiciones financieras en México y, en particular, para evaluar el impacto de las medidas

extraordinarias referidas sobre las mismas, se estimó un modelo VAR considerando una muestra que va de enero de 2010 a diciembre de 2020. Dicho modelo permite estimar de manera dinámica la respuesta de las variables incluidas ante diferentes choques y a su vez pronosticar sendas para dichas variables bajo diferentes escenarios. La representación del modelo VAR en su forma reducida es la siguiente:

$$y_t = c + Ay_{t-1} + u_t, \quad (1)$$

donde y_t representa un vector con las variables endógenas incluidas en el sistema,² c y A son un vector y una matriz de parámetros a estimar; mientras que u es un vector de residuales. Las variables endógenas que conforman el vector y_t son las siguientes:

- Índice de aversión al riesgo global.
- Diferencial corporativo de alto rendimiento de Estados Unidos.
- Actividad económica nacional (IGAE).
- Índice nacional de precios al consumidor en México.
- Diferencial entre la tasa de fondeo en México y la tasa de fondos federales de la Reserva Federal.
- El monto vigente asociado a las medidas extraordinarias.³
- El índice de condiciones financieras (ICF) para México.⁴

2.1 Funciones de impulso respuesta

Las funciones de impulso respuesta del ICF ante choques de una desviación estándar al monto asociado a las medidas extraordinarias y a la aversión al riesgo se muestran en la Gráfica 1. Las respuestas se presentan para un horizonte de 12 meses con intervalos de confianza del 90 por ciento.⁵ En particular, las condiciones financieras se relajan ante aumentos en el monto asociado a las medidas referidas, como muestra el panel (a) de la Gráfica 1. Además, dichas condiciones se aprietan ante incrementos en la aversión al riesgo (Gráfica 1 panel (b)).

¹ Para una descripción de estas medidas ver el Recuadro 7 del Informe Trimestral Enero - Marzo 2020.

² Se toman logaritmos y primeras diferencias según sea necesario para garantizar que las variables sean estacionarias. Para determinar el número óptimo de rezagos, se utiliza el criterio de información bayesiano (BIC). Todas las raíces del modelo son menores que uno y, por lo tanto, el modelo VAR es estable.

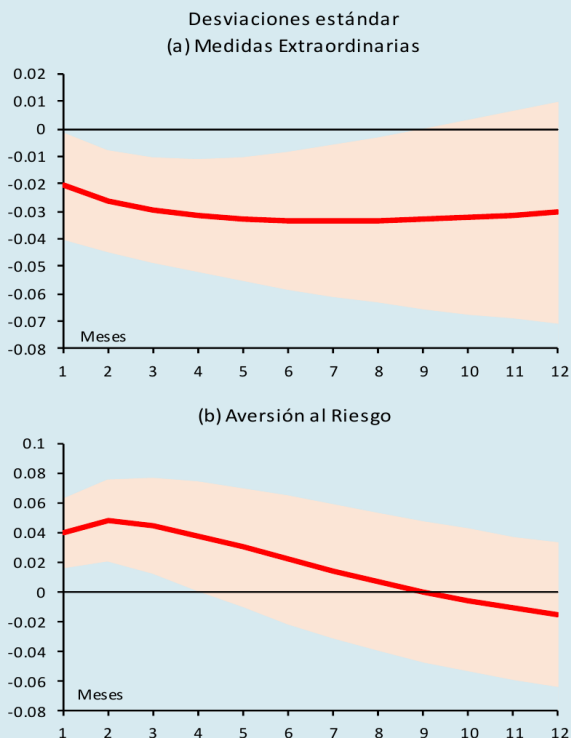
³ Se consideró el monto agregado vigente de todas las medidas implementadas por el Banco de México. Dicha información se encuentra disponible en el micro sitio de las medidas extraordinarias en la página web del Banco de México.

⁴ El índice de aversión al riesgo utilizado es el que calcula Citigroup y comprende los siguientes factores, cada uno representando un mercado particular del sistema financiero global: (i) el mercado accionario, (ii) el mercado de deuda de los emergentes, (iii) el mercado de préstamos interbancarios, (iv) el mercado de deuda corporativa, (v) el mercado de divisas y (vi) el mercado de tasas de interés. El diferencial corporativo de alto rendimiento de Estados Unidos es una medida

del rendimiento de los bonos corporativos de alto rendimiento de este país. La medida de actividad económica que se utiliza es el IGAE ajustado por estacionalidad. Se utiliza la tasa "sombra" de la Reserva Federal. El ICF incorpora un gran número de indicadores financieros de los mercados de dinero, deuda, cambiarios, entre otros. Para mayores detalles sobre la construcción del ICF véase el Recuadro 2 del Reporte de Estabilidad Financiera del Segundo Semestre de 2019, donde se describe la metodología empleada en su estimación.

⁵ A fin de conocer la respuesta *ceteris paribus* del ICF ante choques en sus determinantes, se identificaron choques estructurales o puramente exógenos correspondientes a cada una de las variables del modelo. Dichos choques se obtuvieron por medio de una identificación recursiva. Es decir, las variables se ordenan según su grado de exogeneidad en el mismo orden en que aparecen en el vector y_t . Se emplea el método de Monte Carlo para estimar los errores estándar de las funciones de impulso respuesta usando 10,000 repeticiones.

Gráfica 1
Funciones de Impulso Respuesta del Índice de Condiciones Financieras



Nota: Las gráficas muestran la respuesta del índice de condiciones financieras ante un choque de una desviación estándar en cada variable.
Fuente: Elaborado por Banco de México con información de Citigroup, INEGI, Wu y Xia (2016) y Bloomberg.

2.2 Contrafactual dinámico para 2020

Para analizar los efectos de las medidas anunciadas por el Banco de México sobre el estado de las condiciones financieras del país, se comparan dos sendas pronosticadas para el ICF a partir del modelo VAR.⁶

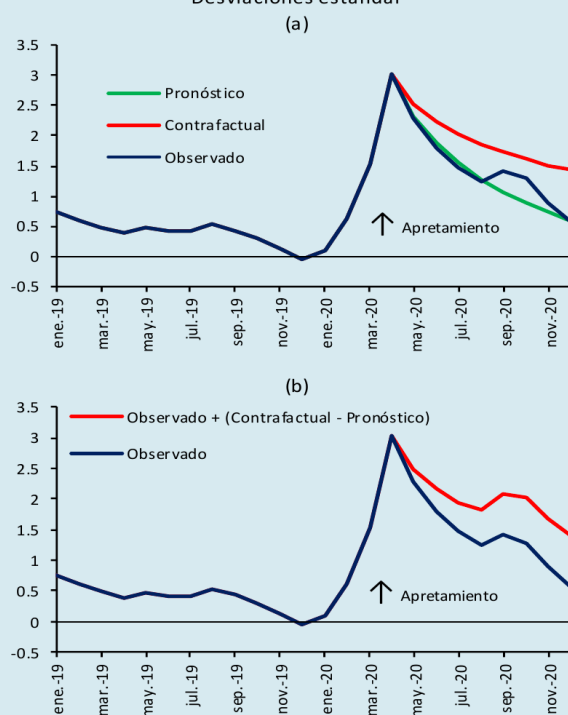
La primera de estas, la senda pronosticada, se obtiene utilizando el monto vigente asociado a dichas medidas durante 2020. Por otro lado, la segunda senda, la senda contrafactual, se obtiene condicional a que el monto vigente asociado con las medidas hubiera sido igual a cero durante todo 2020. Es importante destacar que este análisis se enfoca en el efecto sobre las condiciones financieras de haber utilizado las facilidades referidas. Podría argumentarse que el simple anuncio de las medidas por sí solo podría haber tenido un impacto sobre las condiciones financieras. Este efecto señal de las medidas pudo haber sido considerable, si bien este no necesariamente se puede capturar usando el monto vigente de las medidas referidas como se encuentra especificado en el modelo. Por consiguiente, el

⁶ En el modelo VAR al considerar como variable exógena el número de casos de COVID 19 en el país, los resultados se mantienen.

análisis que se presenta en este ejercicio se abstrae de dichos efectos.

Los pronósticos del modelo VAR para el ICF son dinámicos, es decir, utilizan los valores pronosticados de las variables del sistema en los periodos previos y, por tanto, toman en cuenta los efectos rezagados de la dinámica del monto contrafactual asociado a las medidas adicionales, así como la retroalimentación entre todas las variables de modelo VAR. Los resultados se presentan en la Gráfica 2. Como puede observarse en el panel (a), la estimación del ICF para México, condicional a la trayectoria observada del monto asignado por las medidas adicionales, muestra un mayor relajamiento en las condiciones financieras, que la estimación condicional al monto asignado contrafactual, en la que no se utilizan estas medidas durante 2020. En este sentido, el panel (b) muestra el ICF que se obtiene a partir de la suma del ICF observado y la diferencia entre la senda contrafactual y la senda que pronostica el modelo utilizando el monto observado. Esto sugiere que la implementación de las medidas extraordinarias ha propiciado un comportamiento más ordenado de los mercados financieros.

Gráfica 2
Índice de Condiciones Financieras Condicional a la Trayectoria Observada y Contrafactual del Monto Vigente de las Medidas Extraordinarias



Nota: Para el cálculo del monto contrafactual se supone que no se implementan medidas adicionales durante 2020.
Fuente: Elaborado por Banco de México con información de Citigroup, INEGI, Wu y Xia (2016) y Bloomberg.

3. Impacto de cambios en las condiciones financieras en la actividad económica

Una vez estimado el índice de condiciones financieras (ICF), se busca calcular la distribución de probabilidad condicionada del indicador seleccionado de actividad económica, el IGAE, en un horizonte de pronóstico determinado utilizando la metodología de proyección local de Jordà (2005) y empleando una regresión cuantílica para aproximar la densidad de probabilidad de estos pronósticos por medio de percentiles condicionados (q) de la distribución del pronóstico del crecimiento del IGAE (y) para el horizonte de proyección h que puede ir de 1 a 24 meses adelante. La proyección local utiliza como insumos el nivel del ICF y el contrafactual previamente descritos. Siguiendo a Adrian, et. al (2018), se calculan los percentiles 5to., 25vo., 50vo., 75vo. y 95vo mediante la siguiente regresión cuantílica:

$$Q_{y_t, h}(\tau | ICF_t) = \alpha_{\tau, h} + \beta_{\tau}^h ICF_t + \epsilon_{t, q}^h \quad (2)$$

Donde y_t, h es la tasa de crecimiento del IGAE h periodos adelante, $\alpha_{\tau, h}$ son los efectos fijos individuales, ICF_t se refiere al índice de condiciones financieras y $Q_{y_t}(\tau | ICF_t)$ es el τ -percentil condicional de y_t, h dado ICF_t .

Este método permite explorar cómo interactúa el crecimiento del IGAE con las condiciones financieras de forma no lineal y en diferentes horizontes de tiempo, sin las restricciones que un modelo VAR impone. Los resultados de la regresión cuantílica arrojan los estimados para cinco percentiles de la distribución que servirán para estimar la función de distribución acumulada de la variación anual del IGAE en un horizonte de proyección a 6 meses.

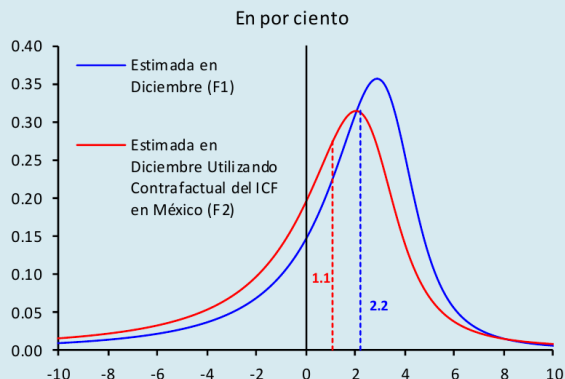
La ecuación (2) se usará para contrastar las distribuciones de crecimiento esperado en los próximos 6 meses ante las condiciones financieras observadas en diciembre, así como el de un escenario contrafactual para el índice de condiciones financieras suponiendo la ausencia de las medidas extraordinarias implementadas por el Banco de México (Ver Gráfica 2).

La Gráfica 3 muestra la estimación de estas distribuciones. Se observa que la trayectoria de mayor apretamiento en el ICF derivada de excluir las medidas implementadas por el Banco conduce a una distribución de probabilidad del crecimiento del IGAE más cargada hacia la izquierda en comparación a la distribución del efecto del comportamiento observado en el ICF. Es decir, la evidencia sugiere que las medidas estarían contribuyendo a reducir la probabilidad de eventos especialmente adversos en términos de crecimiento con respecto a un escenario en el que estas medidas estuvieran ausentes.

En efecto, la Gráfica 4 muestra la distribución de la diferencia de estos efectos. Así, se infiere que el relajamiento en condiciones financieras derivado de las medidas implementadas estarían contribuyendo a desplazar hacia la derecha la distribución de crecimiento esperado, lo que representa un cambio en la mediana de alrededor de 1.1 puntos porcentuales por encima de lo que hubiera sucedido en ausencia de estas medidas. Asimismo,

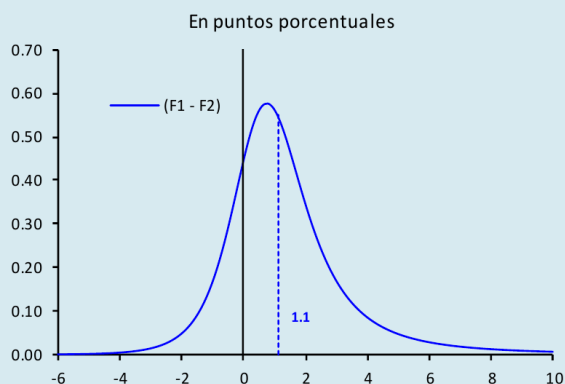
se observa una distribución no del todo simétrica con una mayor masa de probabilidad en el lado positivo de la distribución.

Gráfica 3
México: Distribución de la Tasa de Crecimiento Anualizada del IGAE para Seis Meses Adelante Bajo Distintos ICF



Nota: Las líneas punteadas muestran la mediana de las distribuciones.
Fuente: Elaborado por Banco de México con datos de Haver Analytics y Bloomberg.

Gráfica 4
México: Distribución de la Diferencia en la Tasa de Crecimiento Anualizada del IGAE para Seis Meses Adelante Bajo Distintos ICF



Nota: La línea punteada muestra la mediana de la distribución. La distribución de la diferencia entre las de crecimiento se obtiene con base en un muestreo aleatorio de la distribución observada y la contrafactual asumiendo una correlación de 0.9 entre ellas considerando que los resultados de crecimiento entre ambas distribuciones únicamente deberían diferir por las diferencias en condiciones financieras y no por efectos independientes.
Fuente: Elaborado por Banco de México con datos de Haver Analytics y Bloomberg.

4. Conclusiones

Las medidas implementadas por el Banco de México en respuesta a la pandemia para brindar liquidez, promover un comportamiento ordenado de los mercados financieros y fortalecer los canales de crédito contribuyeron a condiciones financieras más favorables que, en el margen, pudieron haber reducido la probabilidad de un escenario más adverso de crecimiento. Es decir, estas condiciones financieras más favorables mitigaron el desplazamiento hacia escenarios de contracción de la actividad económica más pronunciados durante 2020, como los que se proyectaban a mediados del año pasado excluyendo las medidas extraordinarias del Banco de México.

5. Referencias

- Adrian, T., et al. The Term Structure of Growth-at-Risk. *International Monetary Fund*, May 16, 2018.
- Jordà, Òscar (2005). Estimation and Inference of Impulse Responses by Local Projections. *American Economic Review*, Vol. 95, No. 1, pp.161-182.
- Koop, G., y Korobilis, D. (2014). A new index of financial conditions. *European Economic Review*, 71, pp. 101-116.
- Wu, J. C., y Xia, F. D. (2016). Measuring the macroeconomic impact of monetary policy at the zero lower bound. *Journal of Money, Credit and Banking*, 48(2-3), pp. 253-291.

5. Previsiones y Balance de Riesgos

5.1. Previsiones para la Actividad Económica

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 recrudecimiento 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,³⁴ 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 107).

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:³⁵

- 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 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%,

³⁴ Con relación a las expectativas de crecimiento para la producción industrial en Estados Unidos, de acuerdo con los analistas encuestados por Blue Chip en febrero de 2020, se esperan variaciones para 2021 y 2022 de 5.4 y 3.7%, perspectivas que se comparan con las de 3.7 y 3.0% reportadas en el Informe anterior.

³⁵ Como se aprecia en la Gráfica 107, 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.

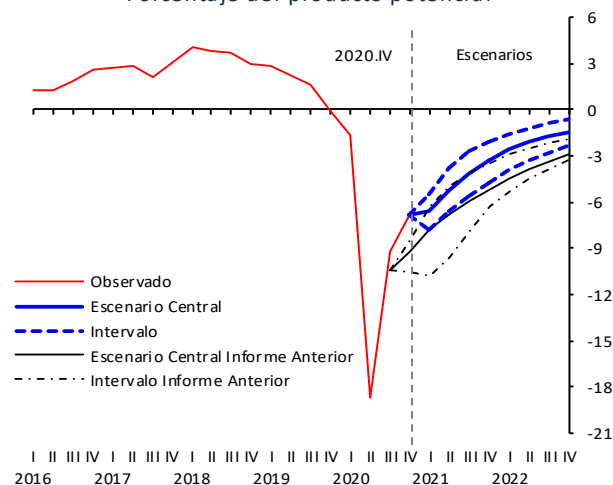
respectivamente, cifras que se comparan con las del Informe anterior de 0.6 y 3.8%.³⁶

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 108).

Gráfica 108
Estimación de la Brecha del Producto, a. e.
Porcentaje del producto potencial

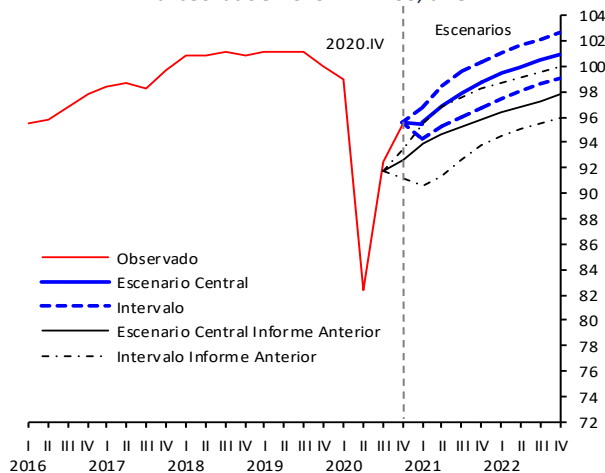


a. e. Cifras ajustadas por estacionalidad.

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

Fuente: Banco de México.

Gráfica 107
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 2021T1. En el caso de los escenarios del Informe Anterior el pronóstico iniciaba en 2020 T4.

Fuente: INEGI y Banco de México.

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.

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) 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

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

³⁶ 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

-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.

5.2. Previsiones para la 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 6 y Gráficas 109a y 109b).

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 110 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 6
Pronósticos de la Inflación General y Subyacente
 Variación anual en por ciento

	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	

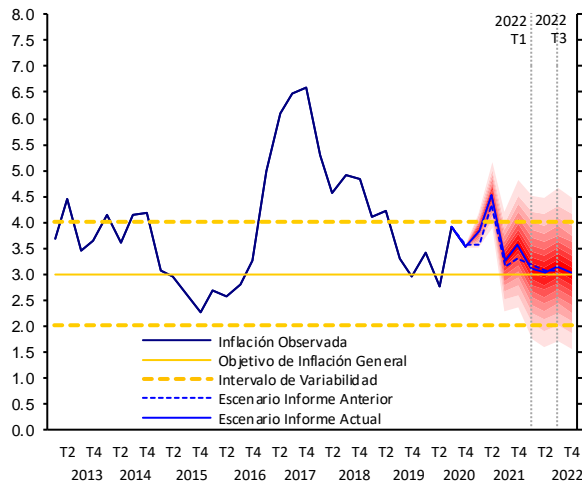
^{1/} Pronóstico a partir de febrero de 2021.

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

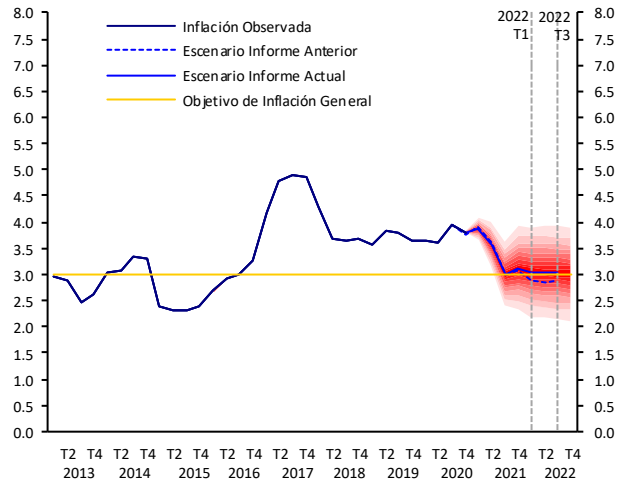
Fuente : Banco de México e INEGI.

Gráfica 109

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



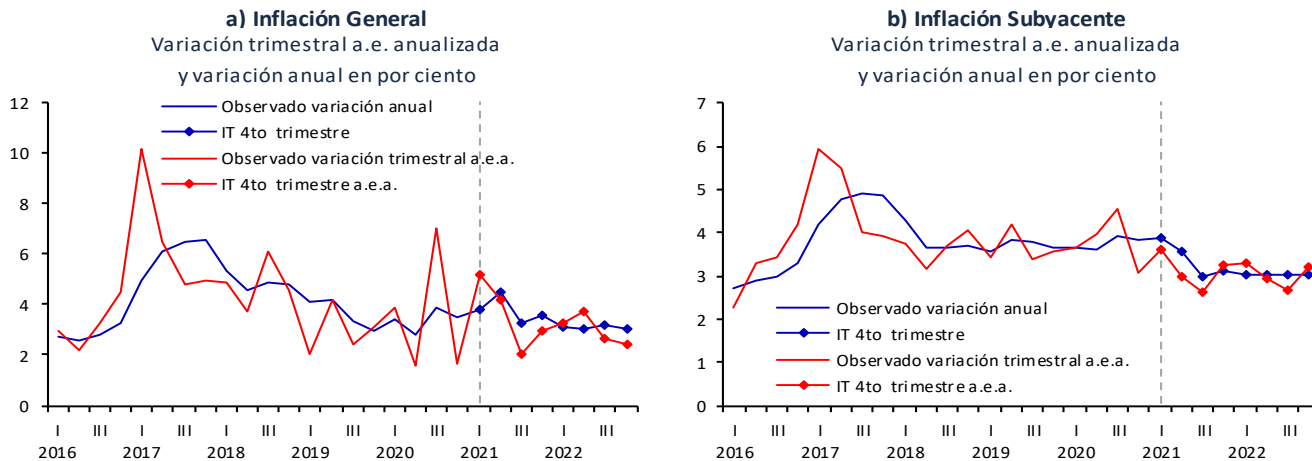
b) Gráfica de Abanico: Inflación Subyacente Anual^{1/}
 Por ciento



^{1/} Promedio trimestral de la inflación anual. Se señalan con líneas verticales punteadas los próximos cuatro y seis trimestres a partir del 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 110



a. e. cifras ajustadas por estacionalidad.
a. e. a. cifras ajustadas por estacionalidad anualizadas.
La línea vertical corresponde al primer trimestre de 2021.
Fuente: Banco de México e INEGI.

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.

Anexo 1. Publicaciones del Banco de México en el Trimestre Octubre – Diciembre 2020

1. Publicaciones

1.1. Informes Trimestrales

25/11/2020	Informe Trimestral, Julio – Septiembre 2020
25/11/2020	Recuadro 1. Nueva Estrategia de Política Monetaria de la Reserva Federal
25/11/2020	Recuadro 2. Uso del Balance y Programas de Provisión de Liquidez en Bancos Centrales de Economías Emergentes
25/11/2020	Recuadro 3. Respuesta Fiscal a la Pandemia del COVID-19
25/11/2020	Recuadro 4. Dinámica Reciente de los Puestos de Trabajo Afiliados al IMSS
25/11/2020	Recuadro 5. Efectos de la Pandemia de COVID-19 sobre los Distintos Componentes de la Inflación Subyacente
25/11/2020	Recuadro 6. Impacto de la Pandemia de COVID-19 en la Dinámica de Precios al Consumidor en EUA y México
25/11/2020	Recuadro 7. Evolución de la Curva de Rendimientos de Economías Emergentes
25/11/2020	Recuadro 8. Evolución del Riesgo Soberano de Economías Emergentes

1.2. Reportes

02/12/2020	Reporte de Estabilidad Financiera, Diciembre 2020
10/12/2020	Reporte sobre las Economías Regionales, Julio – Septiembre 2020
10/12/2020	Recuadro 1. La Actividad Económica en Áreas Metropolitanas ante la Pandemia de COVID-19
10/12/2020	Recuadro 2. Disrupciones en las Cadenas de Suministro Globales y sus Posibles Efectos sobre la Producción Bruta Regional en el Contexto de la Pandemia de COVID-19
10/12/2020	Recuadro 3. Reconstrucciones en el Mercado Laboral Formal en las Regiones de México en el Contexto de la Pandemia de COVID-19
10/12/2020	Recuadro 4. Efecto Ponderador y Efecto Precio en la Inflación Subyacente Regional
10/12/2020	Recuadro 5. Incrementos en el Costo de los Alimentos Durante la Pandemia de COVID-19 en las Regiones de México
10/12/2020	Recuadro 6. Influencia de la Pandemia de COVID-19 en la Evolución de la Inflación de las Ciudades en México

2. Documentos de investigación

23/11/2020	2020-13 El rol del crédito en la evolución de la desigualdad de la riqueza en Estados Unidos (Disponible al momento solo en inglés; traducción al español en curso)
22/12/2020	2020-16 Sobre de los determinantes de la inflación en diferentes regímenes monetarios (Disponible al momento solo en inglés; traducción al español en curso)
24/12/2020	2020-19 Incrementos de los costos de los trabajadores informales: evidencia de México (Disponible al momento solo en inglés; traducción al español en curso)
02/12/2020	2020-14 Incertidumbre sobre la política comercial y sus efectos sobre la inversión extranjera directa: evidencia para México (Disponible al momento solo en inglés; traducción al español en curso)
03/12/2020	2020-15 Competencia y coordinación en el mercado al por menor de gasolina (Disponible al momento solo en inglés; traducción al español en curso)
23/12/2020	2020-17 Crédito bancario al sector privado y crecimiento económico en México: un análisis con datos panel por entidad federativa 2005-2018
23/12/2020	2020-18 Dinámica de la prima por plazo y sus determinantes: el caso mexicano (Disponible al momento solo en inglés; traducción al español en curso)
28/12/2020	2020-20 Relación entre la flexibilidad de salarios y de precios nominales: nueva evidencia (Disponible al momento solo en inglés; traducción al español en curso)

3. Comunicados

3.1. Política monetaria

3.1.1. Anuncios de las decisiones de política monetaria

12/11/2020	El objetivo para la Tasa de Interés Interbancaria a 1 día (tasa objetivo) se mantiene sin cambio en 4.25 por ciento
17/12/2020	El objetivo para la Tasa de Interés Interbancaria a 1 día (tasa objetivo) se mantiene sin cambio en 4.25 por ciento

3.1.2. Minutas de las decisiones de política monetaria

08/10/2020	Minuta de la reunión de la Junta de Gobierno del Banco de México, con motivo de la decisión de política monetaria anunciada el 24 de septiembre de 2020
26/11/2020	Minuta de la reunión de la Junta de Gobierno del Banco de México, con motivo de la decisión de política monetaria anunciada el 12 de noviembre de 2020

3.2. Banco de México

3.2.1. Estado de cuenta semanal

06/10/2020	Estado de cuenta del Banco de México de la semana al 2 de octubre y del mes de septiembre de 2020
13/10/2020	Estado de cuenta del Banco de México de la semana al 9 de octubre de 2020

20/10/2020	Estado de cuenta del Banco de México de la semana al 16 de octubre de 2020
27/10/2020	Estado de cuenta del Banco de México de la semana al 23 de octubre de 2020
04/11/2020	Estado de cuenta del Banco de México de la semana al 30 de octubre y del mes de octubre de 2020
10/11/2020	Estado de cuenta del Banco de México de la semana al 6 de noviembre de 2020
18/11/2020	Estado de cuenta del Banco de México de la semana al 13 de noviembre de 2020
24/11/2020	Estado de cuenta del Banco de México de la semana al 20 de noviembre de 2020
01/12/2020	Estado de cuenta del Banco de México de la semana al 27 de noviembre de 2020
08/12/2020	Estado de cuenta del Banco de México de la semana al 4 de diciembre y del mes de noviembre de 2020
15/12/2020	Estado de cuenta del Banco de México de la semana al 11 de diciembre de 2020
22/12/2020	Estado de cuenta del Banco de México de la semana al 18 de diciembre de 2020
29/12/2020	Estado de cuenta del Banco de México de la semana al 24 de diciembre de 2020

3.2.2. Información semanal del Estado de Cuenta Consolidado

06/10/2020	Información semanal al 2 de octubre de 2020
13/10/2020	Información semanal al 9 de octubre de 2020
20/10/2020	Información semanal al 16 de octubre de 2020
27/10/2020	Información semanal al 23 de octubre de 2020
04/11/2020	Información semanal al 30 de octubre de 2020
10/11/2020	Información semanal al 6 de noviembre de 2020
18/11/2020	Información semanal al 13 de noviembre de 2020
24/11/2020	Información semanal al 20 de noviembre de 2020
01/12/2020	Información semanal al 27 de noviembre de 2020
08/12/2020	Información semanal al 4 de diciembre de 2020
15/12/2020	Información semanal al 11 de diciembre de 2020
22/12/2020	Información semanal al 18 de diciembre de 2020
29/12/2020	Información semanal al 24 de diciembre de 2020

3.2.3. Estado de Cuenta Consolidado mensual y Balance General Anual

21/10/2020	Estados Financieros septiembre de 2020
18/11/2020	31 de octubre de 2020

11/12/2020	30 de noviembre de 2020
------------	-------------------------

3.3. Sector financiero

3.3.1. Agregados monetarios y actividad financiera

30/10/2020	Agregados Monetarios y Actividad Financiera en septiembre 2020
------------	--

30/11/2020	Agregados Monetarios y Actividad Financiera en octubre 2020
------------	---

31/12/2020	Agregados monetarios y actividad financiera en noviembre 2020
------------	---

3.3.2. Anuncios de la Comisión de Cambios

20/11/2020	El Fondo Monetario Internacional ratifica que México continúa cumpliendo con los criterios de acceso a la Línea de Crédito Flexible
------------	---

07/12/2020	Subastas de financiamiento en dólares por parte de Banco de México a través del uso de la línea "swap" con la Reserva Federal de Estados Unidos
------------	---

3.4. Sector externo

3.4.1. Balanza de pagos

25/11/2020	La Balanza de Pagos en el tercer trimestre de 2020
------------	--

3.4.2. Información revisada de comercio exterior

09/10/2020	Agosto de 2020
------------	----------------

10/11/2020	Septiembre de 2020
------------	--------------------

10/12/2020	Octubre de 2020
------------	-----------------

3.5. Resultados de encuestas

3.5.1. Evolución trimestral del financiamiento a las empresas

19/11/2020	Evolución trimestral del financiamiento a las empresas durante el trimestre julio-septiembre de 2020
------------	--

3.5.2. Encuesta nacional sobre la confianza del consumidor

05/10/2020	Indicador de confianza del consumidor: septiembre 2020
------------	--

05/11/2020	Indicador de confianza del consumidor: octubre 2020
------------	---

04/12/2020	Indicador de confianza del consumidor: noviembre 2020
------------	---

3.5.3. Encuestas sobre las expectativas de los especialistas en economía del sector privado

01/10/2020	Encuesta sobre las expectativas de los especialistas en economía del sector privado: septiembre 2020
------------	--

03/11/2020	Encuesta sobre las expectativas de los especialistas en economía del sector privado octubre 2020
------------	--

01/12/2020	Encuesta sobre las expectativas de los especialistas en economía del sector privado: noviembre 2020
------------	---

3.5.4. Encuesta sobre condiciones generales y estándares en el mercado de crédito bancario (EnBan)

06/11/2020	Encuesta sobre condiciones generales y estándares en el mercado de crédito bancario durante el trimestre julio-septiembre de 2020
------------	---

3.5.5. Indicadores de opinión empresarial

01/10/2020	Indicador de pedidos manufactureros: septiembre 2020
------------	--

03/11/2020	Indicador de pedidos manufactureros: octubre 2020
------------	---

01/12/2020	Indicador de pedidos manufactureros: noviembre 2020
------------	---

3.6. Misceláneos

05/10/2020	Cuarta convocatoria de Enlaces Universitarios Banxico, dirigida a los estudiantes de instituciones de educación superior en México
------------	--

04/11/2020	Se dan a conocer los resultados de la Consulta del Artículo IV para 2020 llevada a cabo por el Fondo Monetario Internacional
------------	--

06/11/2020	Consulta pública sobre disposiciones del Banco de México para modificar la regulación del SPEI
------------	--

11/11/2020	El 10 y 11 de noviembre de 2020 presentaron exámenes de conocimientos las personas aspirantes a ocupar las vacantes de comisionado en los órganos de gobierno de la COFECE y del IFT
------------	--

12/11/2020	Puesta en circulación del billete de 100 pesos de la nueva familia de billetes
------------	--

19/11/2020	Puesta en circulación del billete de 1000 pesos de la nueva familia de billetes
------------	---

20/11/2020	El Comité de Evaluación entregó al C. Presidente de los Estados Unidos Mexicanos las listas de aspirantes para ocupar una vacante en el órgano de gobierno de la Comisión Federal de Competencia Económica y dos vacantes en el órgano de gobierno del Instituto Federal de Telecomunicaciones
------------	--

26/11/2020	Calendario de publicación para 2021 de la encuesta sobre las expectativas de los especialistas en economía del sector privado
------------	---

27/11/2020	Consideraciones sobre la Iniciativa que reforma y adiciona la Ley del Banco de México para que capte moneda extranjera en efectivo
------------	--

04/12/2020	Alumnos de bachillerato explican cómo lo que hace Banco de México tiene que ver con el dinero en todas las etapas de su vida
------------	--

08/12/2020	El Grupo Consultivo Regional para las Américas del Consejo de Estabilidad Financiera (FSB) discutió la evolución de los mercados financieros y el fortalecimiento de los sistemas de pagos globales
------------	---

09/12/2020	Consideraciones sobre el proyecto de decreto de reformas a la Ley del Banco de México para que adquiera moneda extranjera en efectivo, aprobado por el Senado de la República
------------	---

13/12/2020	El Banco de México reitera su plena disposición a colaborar con el Congreso de la Unión con respecto al proyecto de decreto por el que se reforman y adicionan diversas disposiciones de la
------------	---

	Ley del Banco de México en materia de captación de divisas, aprobado por el Senado de la República y en proceso de análisis en la Cámara de Diputados
15/12/2020	El Banco de México refrenda su más amplia disposición a contribuir con el Congreso de la Unión en la construcción de un marco legal que beneficie a quienes reciben legítimamente divisas en efectivo, salvaguardando el ámbito institucional y la integridad del sistema financiero mexicano
16/12/2020	El Banco de México anuncia el acuerdo de extensión de la vigencia de la línea "swap" con la Reserva Federal de Estados Unidos por 60 mil millones de dólares, fortaleciendo el vínculo de cooperación entre autoridades monetarias para procurar la estabilidad
17/12/2020	El Consejo de Estabilidad del Sistema Financiero actualiza su balance de riesgos

3.7. Circulares emitidas por el Banco de México

12/10/2020	Correspondencia de calificaciones otorgadas por instituciones calificadoras de valores
12/10/2020	Modificaciones a la Circular 3/2012 (Operaciones de las instituciones de crédito, las sociedades financieras de objeto múltiple reguladas que mantengan vínculos patrimoniales con instituciones de crédito y la Financiera Nacional de Desarrollo Agropecuario, Rural, Forestal y Pesquero)
23/10/2020	Modificaciones a la Circular 12/2020 (Exenciones provisionales en relación con la pandemia de COVID-19)
23/10/2020	Modificaciones a la Circular 8/2020 (Medidas provisionales de operaciones y corresponsalías de caja, en relación con la pandemia de COVID-19)
28/10/2020	Modificaciones a la Circular 22/2020 (Medidas provisionales en materia de montos de pago mínimo aplicables a créditos, préstamos o financiamientos revolventes asociados a tarjetas de crédito, en relación con la pandemia de COVID-19)
04/11/2020	Modificaciones a la Circular 10/2015 (Facilidad de liquidez adicional ordinaria)
04/11/2020	Modificaciones a la Circular 9/2014 (Depósitos de Regulación Monetaria)
06/11/2020	Modificaciones a la Circular Operaciones de caja
12/11/2020	Modificaciones a la Circular Operaciones de caja
19/11/2020	Modificaciones a la Circular Operaciones de caja
04/12/2020	Modificaciones a la Circular Operaciones de caja
17/12/2020	Modificaciones a la Circular E-126/2013 (Límite para la atención de retiros y entregas de monedas de 10 y 20 centavos)
29/12/2020	Modificaciones a la Circular 12/2020 (Exenciones provisionales en relación con la pandemia de COVID-19)
29/12/2020	Modificaciones a la Circular 8/2020 (Medidas provisionales de operaciones y corresponsalías de caja, en relación con la pandemia de COVID-19)



BANCO DE MÉXICO

3 de marzo de 2021

www.banxico.org.mx