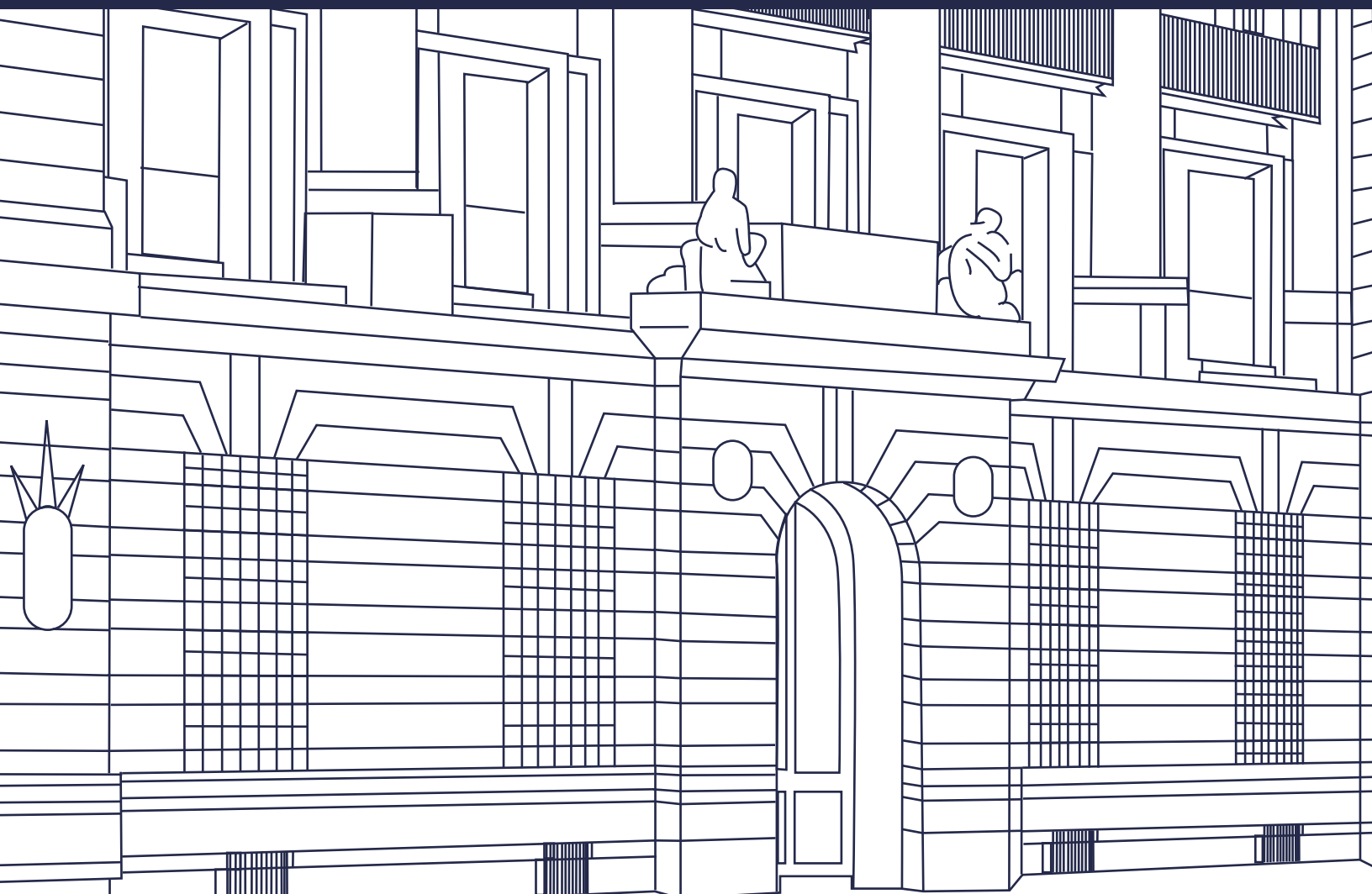




BANCO DE MÉXICO®

Minuta número 87

Reunión de la Junta de Gobierno del Banco de México, con motivo de la
decisión de política monetaria anunciada el 30 de septiembre de 2021



1. LUGAR, FECHA Y ASISTENTES

1.1. Lugar: Reunión celebrada por enlaces virtuales.

1.2. Fecha de la sesión de la Junta de Gobierno: 29 de septiembre de 2021.

1.3. Asistentes:

Alejandro Díaz de León Carrillo, Gobernador.
Galia Borja Gómez, Subgobernadora.
Irene Espinosa Cantellano, Subgobernadora.
Gerardo Esquivel Hernández, Subgobernador.
Jonathan Ernest Heath Constable, Subgobernador.
Rogelio Eduardo Ramírez de la O, Secretario de Hacienda y Crédito Público.
Gabriel Yorio González, Subsecretario de Hacienda y Crédito Público.
Elías Villanueva Ochoa, Secretario de la Junta de Gobierno.

Se hace constar que en fechas anteriores a la celebración de esta sesión, se desarrollaron trabajos preliminares en los que se analizó el entorno económico y financiero, así como la evolución de la inflación, sus determinantes y perspectivas (ver anexo).

2. ANÁLISIS Y MOTIVACIÓN DE LOS VOTOS DE LOS MIEMBROS DE LA JUNTA DE GOBIERNO

Entorno Externo

La mayoría mencionó que la actividad económica global continuó recuperándose, aunque a un ritmo menor y con heterogeneidad entre países y sectores debido a la disponibilidad de vacunas, a la evolución de la pandemia y a los estímulos al gasto. Señaló que la escasez de insumos ha contribuido a una desaceleración en la producción industrial y manufacturera. Uno comentó que las ventas al menudeo y los índices de gerentes de compras también muestran signos de moderación. Añadió que en varios países las brechas del producto y empleo siguen siendo negativas, particularmente en aquellas economías emergentes con espacio fiscal y monetario más acotado. **Otro** agregó que la economía global sigue resintiéndose las afectaciones de la pandemia: i) el reto de salud asociado a los contagios y al proceso de vacunación; ii) la heterogeneidad en la recuperación; iii) las diferencias entre países en el espacio disponible para estimular el gasto; iv) la transición de un cierre abrupto de actividades a una expansión vigorosa en un lapso corto de tiempo, lo cual amplió las afectaciones en las cadenas de suministro para la producción de bienes y generó un ritmo irregular

en la recuperación de los servicios, y v) una profunda recomposición del gasto, con incrementos en el consumo de bienes duraderos y reducciones en los servicios, lo que aumentó la asimetría en las presiones de producción y de precios que enfrenta cada sector.

Uno detalló que las revisiones a las expectativas de crecimiento de organismos internacionales apuntan a una moderación para las economías avanzadas y asiáticas, así como a un incremento marginal para las latinoamericanas. Agregó que las perspectivas continúan sujetas a un alto grado de incertidumbre. Señaló como factores de preocupación para el crecimiento global: i) la persistencia de la heterogeneidad entre sectores y economías; ii) la intensificación en magnitud y duración de los choques de oferta; iii) la alta demanda ocasionada por la reapertura y por los estímulos económicos, y iv) la propagación de la variante Delta. **Otro** destacó que para Estados Unidos se han revisado a la baja los pronósticos de crecimiento para 2021.

Todos mencionaron que la inflación global siguió aumentando por presiones derivadas del incremento de los precios de materias primas y energéticos, así como por cuellos de botella en la producción. La mayoría agregó los mayores costos de fletes marítimos y algunos añadieron los apoyos al gasto y su marcada recomposición hacia mercancías. Sobre esto último, **uno** destacó que en Estados Unidos, el deflactor del gasto en bienes de consumo duradero pasó de -1.54% en febrero de 2020 a 6.96% en julio de este año. Agregó como factores que han presionado a la inflación, la falta de flexibilidad en la producción de bienes y las distorsiones sin precedentes en el mercado laboral que han propiciado menor disponibilidad de mano de obra, que podrían estar asociadas a la percepción de riesgo de contagio y los efectos de las transferencias a los hogares. **Otro** detalló que estimaciones de la OCDE sugieren que los costos de transporte de China a Estados Unidos y Europa añaden alrededor de 11 puntos porcentuales a la inflación de los precios de importación de las mercancías de estas economías, y alrededor de 1.5 puntos porcentuales a la inflación general. No obstante, **uno** añadió que recientemente se ha observado cierta estabilización de la dinámica inflacionaria, particularmente en las economías avanzadas y en algunas economías emergentes asiáticas.

Otro destacó que las dificultades que se enfrentan por el lado de la producción no corresponden a perturbaciones típicas de oferta. Agregó que los estímulos al gasto sin precedentes se han orientado

al consumo de bienes y servicios disponibles por la pandemia, ampliando las diferencias en la producción y los precios entre sectores. Sostuvo que la falta de flexibilidad en la producción de bienes, la recomposición del gasto hacia mercancías y un impulso fiscal sin precedentes en economías avanzadas han reducido la capacidad de la oferta para absorber el crecimiento de la demanda, generando un entorno propenso para que la inflación haya registrado múltiples choques y presiones. Al respecto, señaló que las presiones sobre los precios han sido heterogéneas y mayores en las economías más integradas al comercio global y que implementaron mayores estímulos al gasto. Comentó que las disrupciones ocasionadas por la pandemia son muy distintas a las observadas en otras crisis, contribuyendo a un entorno de marcada incertidumbre, lo que ha dificultado identificar sus efectos de corto y mediano plazos.

Uno consideró que es previsible que las presiones sobre los precios comiencen a ceder una vez que la actividad económica se normalice y que la producción de insumos se incremente. Apuntó que, en línea con lo anterior, la mediana de los pronósticos de los miembros del Comité Federal del Mercado Abierto (FOMC) anticipa una inflación en Estados Unidos de 2.2% al cierre de 2022. Comentó que la expectativa sobre la naturaleza transitoria de las presiones inflacionarias también se refleja en las trayectorias implícitas para los precios futuros del trigo, el maíz y la soya, las cuales anticipan deflaciones en 2022. **Otro** notó que diversas medidas de expectativas de inflación en Estados Unidos, incluyendo las de empresarios y consumidores, se han incrementado. Agregó que la compensación por inflación a 5 años implícita en los mercados de renta fija en dicho país es de 2.5%. **Uno** argumentó que dada la reapertura económica se anticipa que el panorama de mayor inflación y las presiones sobre las cadenas de suministros y sobre las materias primas y energéticos no se revertirán pronto y existe incertidumbre sobre su duración. **Otro** expresó que si bien se prevé que los efectos de los choques sean predominantemente transitorios, los riesgos para la formación de precios a nivel global son al alza, por el amplio rango de los precios afectados y por la magnitud de los aumentos de precios y el extendido horizonte de tiempo en que han afectado a la inflación. **Uno** agregó como riesgos al alza, que la eventual aprobación de un nuevo paquete de estímulo en Estados Unidos refuerce la demanda, así como un agravamiento de la crisis energética en China ante la escasez de carbón y gas natural. No obstante, añadió que la información derivada de instrumentos de mercado muestra

expectativas de inflación estables para plazos más largos.

La mayoría señaló que en las principales economías avanzadas, los bancos centrales han mantenido el estímulo monetario, si bien algunos ya prevén su disminución, mientras que en diversas economías emergentes continúan reduciéndolo. **Uno** detalló que en sus más recientes decisiones los bancos centrales de economías avanzadas reafirmaron que las posturas acomodaticias, con tasas de interés en niveles históricamente bajos, se mantendrán por un tiempo prolongado. **Otro** mencionó que el principal desafío para los bancos centrales ha consistido en distinguir entre los cambios de precios relativos de naturaleza transitoria y los más persistentes. Consideró que en algunas economías la alta inflación se ha combinado con desbalances macroeconómicos, obligando a sus autoridades monetarias a actuar más agresivamente. **La mayoría destacó que la Reserva Federal señaló que podría iniciar la reducción de su programa de compra de activos este año y que este finalizaría a mediados de 2022.** **Uno** comentó que si bien se espera que este proceso será ordenado, lo que evitaría un episodio similar al llamado *Taper Tantrum*, es importante tener un mayor grado de cautela, ya que las últimas previsiones implican un ajuste más rápido a lo anticipado anteriormente. **Algunos** señalaron que tanto el mercado como los miembros del FOMC esperan que el primer incremento en la tasa de fondos federales sea en 2023. No obstante, **uno** agregó que varios miembros del FOMC adelantaron su expectativa de un incremento en 2022. Por otra parte, notó que en contraste con la tendencia global de reducción del estímulo, y derivado del posible incumplimiento de la empresa inmobiliaria *Evergrande*, el Banco Popular de China tomó medidas para aumentar la liquidez en dicha economía. **Otro** mencionó que a pesar del incremento en la inflación, la mayoría de los bancos centrales de economías emergentes continúan con posturas altamente acomodaticias y tasas de interés reales negativas, lo cual les permite seguir apoyando la actividad. Agregó que México se distingue por tener una tasa de interés real ex-ante positiva, en contraste con lo observado en otras economías que también registran ciertas desviaciones de la inflación respecto de sus metas.

Uno destacó el mayor espacio de maniobra de la política monetaria en Estados Unidos y otras economías avanzadas. Detalló que ello obedece a factores estructurales que han reducido la inflación, el crecimiento potencial y la tasa neutral. Añadió que

estas economías pueden ser más pacientes en retirar el estímulo monetario, ya que en las últimas décadas sus procesos de formación de precios y sus expectativas de inflación han estado anclados en niveles iguales o inferiores a su meta. Por otro lado, mencionó que las economías emergentes pequeñas y abiertas son altamente sensibles a las presiones inflacionarias y a las condiciones monetarias y financieras globales. Puntualizó que México está enfrentando importantes presiones inflacionarias externas y próximamente los efectos de mayores restricciones financieras globales. Comentó que aquellas economías que complementan su ahorro interno con fuentes externas deben mantener una postura macroeconómica sólida. Agregó que la política monetaria debe contribuir a mantener la inflación alrededor de su meta, propiciando un ajuste ordenado de la economía, del mercado cambiario y de la curva de rendimientos, evitando salidas de capital. **Otro** señaló la importancia de una coordinación entre las políticas fiscal y monetaria y consideró que la efectividad de la política monetaria para lograr la convergencia de la inflación a la meta puede obstruirse si no existe un ajuste fiscal pertinente. Comentó que la consolidación fiscal y la normalización de las tasas de interés pueden desencadenar distintos riesgos que presionen la dinámica de la inflación global y las condiciones financieras internacionales, por lo que es probable que países que enfrentan una menor presión fiscal puedan hacer converger la inflación hacia sus metas con un menor esfuerzo que aquellos donde el equilibrio fiscal se ha deteriorado significativamente.

La mayoría comentó que los mercados financieros internacionales mostraron un desempeño estable, y que recientemente, las tasas de interés aumentaron, particularmente en Estados Unidos, y que el dólar se apreció ante la perspectiva de una reducción del programa de compra de activos de la Reserva Federal. **Uno** indicó que si bien en días recientes los mercados mostraron cierta volatilidad, los anuncios sobre la reducción de compras de activos se han llevado a cabo sin grandes sobresaltos en los mercados de deuda ni en las primas de riesgo. **Algunos** señalaron que en semanas recientes algunos índices accionarios alcanzaron máximos históricos. **Uno** comentó que ello se debe a la postura altamente acomodaticia a nivel mundial, lo cual implica vulnerabilidades en caso de una corrección en la valuación de los activos.

Algunos notaron que en los mercados financieros de economías emergentes se observó un comportamiento mixto. **Uno** consideró que se vieron

favorecidos por la expectativa de que se mantendrá una postura monetaria acomodaticia en Estados Unidos. Señaló que la volatilidad de las divisas emergentes disminuyó acentuadamente, si bien se incrementó hacia el final del periodo. **Otro** añadió que los mercados en economías emergentes tuvieron un sesgo negativo derivado de una mayor aversión al riesgo. **Uno** mencionó que los flujos de capital registraron entradas moderadas, aunque se concentraron principalmente en China.

Algunos comentaron que los ajustes en las condiciones monetarias podrían llevar a episodios de volatilidad en los mercados financieros internacionales. **Uno** detalló que ello podría implicar una restricción en las condiciones financieras, especialmente en economías emergentes. **Otro** señaló que la falta de un acuerdo para aumentar el techo de endeudamiento en Estados Unidos ocasionaría nerviosismo en los mercados financieros y salida de capitales de economías emergentes hacia activos de refugio. Agregó como riesgo el posible incumplimiento de la empresa *Evergrande*, ya que por su importancia relativa implicaría riesgos de contagio y sistémicos, lo que se traduciría en episodios de volatilidad a nivel global y apretamientos en las condiciones de financiamiento. Por su parte, **uno** consideró que la política monetaria altamente acomodaticia continuará favoreciendo las condiciones financieras globales por algún tiempo.

Actividad Económica en México

La mayoría mencionó que la recuperación de la economía mexicana continuó durante el tercer trimestre del año, si bien puntualizó que persisten marcadas diferencias entre sectores y regiones. **Uno** agregó que la zona centro, que tiene una mayor concentración en servicios, ha resultado más afectada por la pandemia, mientras que las zonas norte y centro norte, las más vinculadas a la producción manufacturera, han tenido un mejor desempeño. **Algunos** resaltaron que la actividad económica sigue por debajo de sus niveles previos a la pandemia. **Uno** señaló que los últimos datos muestran una desaceleración de la actividad. Detalló que el Indicador Oportuno de Actividad Económica (IOAE) sugiere que en agosto la actividad económica podría haber registrado un nivel similar al de mayo, indicando cuatro meses de estancamiento.

Por el lado de la demanda, la mayoría coincidió en que el consumo ha mantenido su recuperación, si bien **algunos** notaron que registró una caída en junio. **Algunos** destacaron que el consumo fue apoyado por el buen desempeño de las remesas y la masa salarial. **Uno** señaló que las

remesas en los primeros 7 meses del año aumentaron 23.5% con respecto al mismo periodo de 2020 y que la masa salarial rebasó en julio los niveles de febrero de 2020. **Otro** notó que los indicadores oportunos de compras en establecimientos comerciales sugieren un buen desempeño del consumo. Por su parte, **algunos** destacaron la debilidad de ciertos indicadores relacionados con el consumo como la confianza del consumidor y las ventas de la ANTAD. **Uno** señaló que el gasto de tarjetas de crédito y débito se mostró estancado. **En cuanto a la inversión, la mayoría consideró que sigue exhibiendo debilidad. Algunos** resaltaron que permanece por debajo del nivel previo a la pandemia. **Uno** consideró que la inversión continuó recuperándose moderadamente. **Otro** señaló que ha mostrado estabilidad en los últimos meses. **Uno** comentó que se espera una trayectoria desfavorable de la inversión.

Con respecto al sector externo, la mayoría resaltó el comportamiento diferenciado de las exportaciones y los problemas de suministro de insumos. Algunos destacaron las afectaciones en las exportaciones automotrices, mientras que las no automotrices continuaron recuperándose. **Uno** detalló que en agosto las exportaciones automotrices se ubicaron 16.76% por debajo de lo registrado en febrero de 2020, mientras que las manufactureras no automotrices se encontraron 8.25% por arriba de lo registrado en igual periodo de 2020. **Otro** consideró que, a pesar de los problemas de suministro mencionados, las exportaciones muestran una recuperación considerable. No obstante, **uno** comentó que en agosto las exportaciones petroleras y no petroleras cayeron respecto al mes anterior. **Otro** resaltó que las importaciones no petroleras de bienes intermedios y de consumo exceden los niveles registrados al cierre de 2019, mientras que las de capital se mantienen en niveles inferiores.

Por el lado de la oferta, la mayoría destacó la recuperación heterogénea de los distintos sectores. Subrayó que las manufacturas siguen resintiendo la escasez de insumos, especialmente en los sectores más integrados a las cadenas globales de producción, como el automotriz. Por su parte, agregó que los servicios continuaron recuperándose, si bien con heterogeneidad entre sectores. Uno mencionó que la producción industrial mostró una reactivación en julio como consecuencia del impulso de las manufacturas. No obstante, advirtió que el sector en su conjunto parece haber perdido impulso desde comienzos del segundo trimestre. **Otro**

comentó que el sector de la construcción presenta atonía y notó que las actividades terciarias han tenido un mejor desempeño, si bien en meses recientes mostraron cierta desaceleración. **Uno** agregó que la mayoría de los componentes de este sector aún se encuentran por debajo de los niveles previos a la pandemia. **Otro** comentó que los servicios siguen recuperándose con afectaciones focalizadas en los sectores más expuestos a la dinámica de contagios.

La mayoría destacó que el mercado laboral sigue recuperándose. No obstante, expresó que aún prevalecen condiciones de debilidad. Uno puntualizó que la participación laboral aún no ha regresado a niveles pre-pandemia, que la tasa de desempleo urbano es de 5.5% y que la tasa de subocupación es de 13%, un nivel casi el doble del de tiempos normales. **Otro** comentó que la subocupación sigue siendo el amortiguador del mercado laboral. **Uno** agregó que el nivel de desocupación alternativa registró un ligero aumento en julio, el cual se encuentra por encima de su nivel previo a la pandemia. **Otro** detalló que la tasa de desocupación no se ha reducido de manera importante desde mayo y que se encuentra todavía lejos de sus niveles previos a la pandemia. Mencionó que la tasa de desempleo que contempla a los subocupados, desocupados y los inactivos disponibles para trabajar se encuentra a un 26.3% de la Población Económicamente Activa (PEA) extendida. Destacó que la recuperación de los empleos formales afiliados al IMSS ha continuado, los cuales se ubican 192 mil plazas por debajo de su nivel de febrero de 2020. **Algunos** añadieron que la recuperación del mercado laboral por género sigue siendo desigual. **Uno** destacó que la lectura del mercado laboral se ha complicado.

Todos coincidieron en que la economía mantiene condiciones de holgura, con marcadas diferencias entre sectores. Uno comentó que la información oportuna apunta a que las condiciones de holgura continuaron estrechándose durante el tercer trimestre, si bien permanecen amplias y con heterogeneidad entre sectores. **Algunos** señalaron que se prevé que continúen estrechándose. **Uno** enfatizó que hay una mayor incertidumbre en las estimaciones de holgura. Añadió que ello se da por las afectaciones de la pandemia sobre la capacidad para producir bienes y servicios y por la profunda recomposición del gasto. **Otro** mencionó que el IGAE (Indicador Global de la Actividad Económica) aún no supera el nivel pre-pandemia y que la actividad agregada está 7.6% por debajo de su nivel tendencial, según la OCDE. Consideró que todo ello

da cuenta del largo camino que todavía tiene por recorrer la economía mexicana para su recuperación plena. **Uno** mencionó que el cierre de actividades y la reducción de capacidad de algunas empresas pudieron haber afectado la flexibilidad de los mercados y su competitividad, así como el crecimiento potencial. Estos efectos son difíciles de estimar debido a que, al mismo tiempo, se han acelerado los procesos de digitalización y automatización y se han afectado los procesos de formación de capital humano.

La mayoría destacó que se prevé que la recuperación de la economía mexicana se mantenga para el resto del año y 2022. **Uno** detalló que esta previsión se apoya en los avances en el proceso de vacunación, el impulso de la demanda externa y la recuperación del gasto interno. **Otro** mencionó que el consenso del mercado mantiene expectativas optimistas que reafirman un patrón de recuperación más robusto del anticipado inicialmente. **Uno** comentó que la tercera ola de contagios, la reducción en la movilidad, el estancamiento del IGAE y la disminución de los indicadores de opinión empresarial y de confianza del consumidor representan riesgos para la recuperación, la cual no se ha consolidado y es incompleta.

Inflación en México

Todos mencionaron que las presiones inflacionarias globales y los cuellos de botella en la producción continúan afectando a las inflaciones general y subyacente. Algunos destacaron la influencia de las presiones inflacionarias de Estados Unidos. Al respecto, **uno** subrayó que dicha economía destaca por presentar altas presiones de precios. **Algunos** puntualizaron que lo anterior ha impactado los precios de las mercancías alimenticias. **Uno** resaltó la importancia de estos precios para el caso de México, ya que el componente de alimentos tiene un peso cercano a 25% en la inflación general, mientras que en otras economías emergentes es de solo el 22% y en economías avanzadas de 14%. No obstante, apuntó que las referencias internacionales sugieren que algunas de estas presiones han comenzado a disminuir. **Otro** mencionó el impacto desproporcionado de los precios de las materias primas alimenticias en un grupo reducido de productos relevantes para el Índice de Precios al Consumidor. Mencionó que la inflación atípica de tan solo 3 productos clave: aceites comestibles, tortillas de maíz y leche fresca explica 50 puntos base del incremento en la inflación subyacente en 2021. Sin

embargo, añadió que los precios internacionales de los principales insumos en la producción de estos últimos ya han comenzado a disminuir. **Uno** agregó que también la inflación de las mercancías no alimenticias está altamente correlacionada con la de Estados Unidos, lo cual genera un proceso de inflación importada que explicaría una dinámica de mayor inflación en las regiones del norte y centro-norte del país. **Otro** apuntó que durante 2020 las reducciones en los niveles de inflación mundial no se observaron en la misma magnitud en México. Afirmó que, pese a la estabilidad del peso, los precios de bienes y servicios susceptibles a movimientos cambiarios han tenido un incremento constante, lo que sugiere una alta sensibilidad de estos bienes a otros costos globales además de las presiones por el tipo de cambio.

La mayoría destacó los incrementos que registraron las inflaciones general y subyacente en la primera quincena de septiembre. **Uno** señaló que, desde la última decisión de política monetaria, se han observado incrementos no previstos. Añadió que, en lo que va del año, la inflación general mensual ha estado por encima de las expectativas de los analistas y que en solo dos ocasiones la subyacente ha sido inferior a lo anticipado. **Otro** resaltó que la inflación ha repuntado consistentemente, acercándose a niveles de 6%, a pesar de que la actividad económica sigue por debajo de sus niveles pre-pandemia, que el empleo no se ha recuperado lo suficiente y que el crédito al sector privado continúa contrayéndose. Agregó que la persistencia de altos niveles de inflación por un periodo prolongado puede contaminar el proceso de formación de precios y provocar el desanclaje de las expectativas. **Uno** destacó que la inflación general resintió choques adicionales, llevando a que su indicador de media trunca rebasara el 5%. Mencionó que, entre las economías emergentes, México tiene una de las mayores inflaciones general y subyacente con relación a la meta de la inflación general, y que hay estimaciones que muestran que la dinámica inflacionaria reciente está siendo presionada por factores tanto de corto plazo como de mayor persistencia. Agregó que la frecuencia y magnitud de las revisiones de precios quincenales se ha incrementado, particularmente en las mercancías. Notó que las encuestas empresariales destacan múltiples afectaciones importantes en sus procesos productivos, con posibles implicaciones en precios. Finalmente, mencionó que el costo financiero en términos reales ha disminuido para todos los agentes y se ubica por debajo de los costos que se esperaban a principios de año. **Otro** consideró que las presiones en los precios han

comenzado a ceder en el margen. Afirmó que, en las últimas tres quincenas, las variaciones mensuales de la inflación general, de servicios y no subyacente han estado en línea con su promedio histórico. Indicó que el único componente que no muestra un comportamiento en línea con su promedio histórico es el de las mercancías, las cuales han sido afectadas por las disrupciones en las cadenas de suministro y por cambios en los patrones de consumo. Sin embargo, consideró que es posible que la magnitud de los incrementos en ese componente haya disminuido.

La mayoría señaló que la inflación subyacente ha mostrado una tendencia al alza debido principalmente a un incremento en la variación anual de los precios de las mercancías. Algunos señalaron que la inflación subyacente se ha ubicado por encima del 4% por un periodo prolongado. **Algunos** observaron que el indicador de medias truncadas de este componente sigue incrementándose. **Uno** destacó que el subíndice subyacente es de los más elevados desde abril de 2009. Este subíndice tiene presiones en todos sus componentes, ya que más de la mitad de los incrementos mensuales anualizados de los mismos se ubican por encima del 4%. Por su parte el indicador de medias truncadas sigue mostrando la misma tendencia que el indicador oficial que lleva 10 meses consecutivos al alza y ya se ubica prácticamente en 5%. **Uno** subrayó que la inflación subyacente fundamental se encuentra en 3.43%, nivel similar al que tenía este indicador antes de la pandemia. **Otro** indicó que, en los últimos cinco años, los precios de las mercancías han mostrado presiones constantes, las cuales no pudieron contenerse durante la pandemia a pesar de una brecha del producto negativa sin precedentes. **Uno** agregó que distintas mediciones, que ajustan el comportamiento de este índice por estacionalidad o se obtienen de una descomposición a distintas frecuencias, sugieren que dichas presiones son mayores que las observadas en otros episodios inflacionarios. Añadió que las presiones en mercancías no alimenticias muestran un alto grado de dispersión, lo cual dificulta esclarecer la duración promedio de estas presiones. **Algunos** mencionaron el alza en la inflación de los servicios en los últimos meses, si bien **algunos** señalaron que dicho componente disminuyó en el margen. **Uno** opinó que, a pesar de lo anterior, el componente de servicios continúa siendo un factor adicional de presiones inflacionarias. **Otro** detalló que el fenómeno de reversión a la tendencia asociado a la gradual reapertura de la economía ha conducido a un aumento de la tasa anual de inflación en los

componentes de ropa y de servicios los cuales habían registrado incrementos por debajo de su promedio histórico en 2020. Sin embargo, comentó que la tasa bienal anualizada, la cual elimina los vaivenes ocurridos en los dos años previos, muestra que la tendencia de estos componentes es bastante estable.

Algunos mencionaron que la inflación no subyacente se ubicó en 8.86% en la primera quincena de septiembre. **Uno** subrayó que la evolución de este componente ha reflejado dos movimientos opuestos: el efecto de mayores variaciones en los precios agropecuarios y la disminución en la inflación del gas L.P. de junio a la fecha, que se derivó de la política de precios máximos. Consideró que lo anterior contribuye a una subestimación de la inflación, pues en dicho periodo las referencias internacionales del gas L.P. continuaron aumentando, por lo que, en ausencia de precios máximos, es probable que la inflación general se hubiera ajustado al alza. **Otro** argumentó que el comportamiento reciente del subíndice no subyacente se explica, principalmente, por aumentos en los precios del gas L.P., ya que la política de precios máximos permite un ajuste en el precio al consumidor de acuerdo con las referencias internacionales.

La mayoría señaló que las expectativas de las inflaciones general y subyacente para 2021 y 2022 volvieron a incrementarse, mientras que las de mediano y largo plazos se han mantenido más estables, si bien estas últimas se ubican en niveles superiores a la meta. Resaltó que las de corto plazo se encuentran muy por encima de la meta. **Uno** indicó que las expectativas al cierre de 2022 se encuentran en un nivel cercano al promedio observado en otros episodios inflacionarios. **Otro** atribuyó la estabilidad de las expectativas de largo plazo a la credibilidad del Banco Central. **Uno** consideró que la estabilidad de estas expectativas es congruente con la transitoriedad de las actuales presiones inflacionarias. En cuanto a las expectativas de inflación extraídas de instrumentos de mercado, mencionó que las de 6 a 10 años se ubican actualmente en 3.0%. Por su parte, **otro** añadió que la compensación por inflación y riesgo inflacionario implícita en bonos a 10 y 30 años acumula durante el año un aumento de 70 y 73 puntos base, respectivamente. Consideró preocupante que estas muestren una tendencia al alza y advirtió que ello podría indicar el inicio de un proceso de desanclaje de las expectativas de largo plazo.

La mayoría señaló que los pronósticos de las inflaciones general y subyacente nuevamente se revisaron al alza en relación con los publicados en el Informe Trimestral Abril-Junio 2021. Uno comentó que ello responde a las presiones inflacionarias que se han presentado y a la reducción de la holgura. **Otro** precisó que se prevé que la inflación general converja a la meta en el tercer trimestre de 2023. Mencionó que los nuevos pronósticos no consideran choques adicionales ni la posibilidad de que los actuales se prolonguen. **Uno** destacó que los escenarios ubican a la inflación manteniéndose al doble del objetivo. Estimó que la inflación general se ubicará al cierre del año en alrededor de 6.4% y que la subyacente se ubicará por encima de 5% durante los próximos nueve meses, alcanzando un nivel máximo de 5.6% en febrero de 2022.

La mayoría apuntó que las presiones sobre la inflación están asociadas a choques que se espera que sean transitorios. No obstante, indicó el riesgo de que la formación de precios se vea afectada. Uno comentó que las presiones han continuado agravándose debido a factores externos e internos, por lo que su carácter transitorio parece cada vez menos plausible. Advirtió que la persistencia de altos niveles de inflación por un periodo prolongado podría desanclar las expectativas de mediano y largo plazos. Opinó que si la inflación se mantiene elevada por un tiempo prolongado, los agentes económicos lo incorporan en sus expectativas sin distinguir entre aumentos transitorios o permanentes ni entre aquellos provenientes de choques de oferta o demanda, con lo que las presiones inflacionarias tienden a arraigarse. **Otro** comentó que además de los choques de oferta, la inflación también enfrenta diversos factores estructurales que limitarán el descenso de los precios en los próximos meses. Preciso que las presiones inflacionarias apuntan a un problema estructural e inercial de la inflación subyacente que difícilmente puede considerarse transitorio. Agregó que los cambios en precios relativos originados por los nuevos patrones de consumo posiblemente no se revertirán en un largo tiempo, dado que el ajuste al alza en los precios de los servicios ocurre a la par de que la inflación de las mercancías se mantiene alta. **Uno** mencionó que la elevada inflación es el resultado de varios factores transitorios o exógenos: i) el aumento de los precios internacionales de materias primas; ii) la reversión de los precios a su tendencia en un conjunto de bienes y servicios, lo cual no debería ser motivo de preocupación para el Banco Central ya que es consecuencia del proceso de cierre y gradual

reapertura de la economía; y iii) el ajuste en los precios relativos de algunas mercancías derivado de los cambios en los patrones de consumo y las disrupciones en los procesos productivos. Sostuvo que el cambio en los patrones de consumo es un cambio de una sola vez y advirtió que, en el caso de las disrupciones en los procesos productivos, se anticipa que estas presiones comiencen a ceder conforme avance el proceso de normalización. Añadió que en la primera quincena de septiembre el efecto conjunto de las variaciones atípicas en las mercancías y la reversión en servicios y ropa fue de 109 puntos base, lo que revela que una parte importante del aumento de la inflación subyacente es de naturaleza transitoria. Opinó que las presiones en los precios han comenzado a ceder en el margen, lo que repercutirá en una reducción de la tasa de inflación anual en el futuro.

Entre los riesgos al alza para la inflación, la mayoría destacó las presiones inflacionarias externas. Algunos agregaron presiones de costos y una depreciación cambiaria. **Uno** añadió el riesgo de una alta persistencia en la inflación subyacente y aumentos de los precios agropecuarios. **Otro** notó que se espera que se registren mayores presiones inflacionarias a medida que avance la reapertura y se cierre la brecha del producto. **Uno** mencionó que si bien el deterioro en las expectativas de inflación de corto plazo es marginal, la inflación ha seguido incrementándose y, si bien ya se anticipaba un nuevo aumento a causa de efectos aritméticos, esta dinámica representa un desafío si las expectativas de inflación continúan revisándose al alza. Respecto de los riesgos a la baja, **otro** apuntó la ampliación de la brecha negativa del producto, un mayor distanciamiento social y una apreciación cambiaria. **La mayoría consideró que el balance de riesgos para la inflación en el horizonte de pronóstico es al alza. Uno** comentó que esto se debe a la persistencia de múltiples choques de oferta y al impulso externo a la demanda agregada, y agregó que se espera que las presiones inflacionarias continuarán por los siguientes meses.

Entorno Macrofinanciero

La mayoría consideró que desde la última decisión los mercados financieros nacionales presentaron un comportamiento mixto. Notó que la cotización del peso mexicano mostró una ligera apreciación, si bien en los días más recientes, y en línea con lo observado a nivel internacional, se depreció y aumentó su volatilidad. Uno detalló que la depreciación reciente se debió a que el peso es una de las monedas más

sensibles a los movimientos en tasas, lo que lo ha ubicado en niveles arriba de 20.50 pesos por dólar. Agregó que se podría observar un ajuste favorable a medida que se normalicen las condiciones de volatilidad. **La mayoría comentó que las tasas de interés aumentaron.** Uno puntualizó que la curva de rendimientos de instrumentos gubernamentales presentó un alza, especialmente en su segmento medio. **Algunos** señalaron que el mercado accionario registró recientemente movimientos acotados. Uno añadió que la bolsa mexicana registró un máximo del año en el periodo. Otro observó que hubo una mejoría en las condiciones de operación de los mercados tanto de renta fija como variable en México. Comentó que los indicadores de riesgo soberano tuvieron un ligero deterioro. Uno agregó que los de Pemex continúan siendo de los más elevados entre empresas petroleras del mundo. Respecto de los agregados monetarios, notó la desaceleración en su tasa de expansión. Indicó que ello se explica principalmente por un menor crecimiento de depósitos a plazo, toda vez que la demanda de activos líquidos sigue siendo elevada, si bien otro consideró que esta es aún menor a la observada en 2020.

Uno argumentó que la disciplina fiscal en México constituye un ancla para la estabilidad macroeconómica ya que no existe en la actualidad un problema en dicho rubro que ejerza presión sobre el riesgo-país o el tipo de cambio. Otro agregó que las expectativas optimistas de crecimiento se robustecen frente a un paquete fiscal equilibrado que, si bien no genera mucho impulso, tampoco distorsiona las decisiones de los agentes económicos.

La mayoría señaló que el crédito al sector privado continuó con un mal desempeño y resaltó la caída en el financiamiento a las empresas. Uno notó que este rubro ha sido el más afectado, con una reducción de 9.7% en términos reales. Otro detalló que el financiamiento a PyMEs presenta una contracción de 13% con respecto al nivel pre-pandemia y no muestra señales de mejoría. Sostuvo que se observa una contracción del crédito incluso en sectores que no experimentaron una recesión. **La mayoría observó que el crédito al consumo siguió disminuyendo** y algunos indicaron que el hipotecario ha crecido a un ritmo más moderado. Uno destacó que el financiamiento total siguió contrayéndose en términos reales a tasa anual, si bien a un ritmo menor que en meses previos. Añadió que el proveniente del exterior presentó una contracción mayor que el financiamiento interno. **Algunos** comentaron que los

indicadores de morosidad han seguido disminuyendo. Uno apuntó que ello, junto con las condiciones de estabilidad financiera, minimizan el posible efecto nocivo de mayores tasas de interés en los hogares y empresas. Agregó que la caída del crédito y la inversión responden a factores más allá de la política monetaria, como lo son la holgura económica y el ambiente de incertidumbre.

Política Monetaria

La mayoría de los miembros de la Junta de Gobierno señaló que, por la diversidad, magnitud y el extendido horizonte en el que los choques han afectado a la inflación, esto puede implicar riesgos para la formación de precios y las expectativas de inflación. A fin de evitar dichos riesgos consideró necesario reforzar la postura monetaria, ajustándola a la trayectoria que se requiere para que la inflación converja a su meta de 3% en el horizonte de pronóstico. Por lo tanto, decidió incrementar en 25 puntos base el objetivo para la Tasa de Interés Interbancaria a un día a un nivel de 4.75%. Destacó que, en las siguientes decisiones de política monetaria, evaluará los factores que inciden en la trayectoria prevista para la inflación y en sus expectativas. Ello, a fin de que la tasa de referencia sea en todo momento 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, propiciando un ajuste adecuado de la economía y de los mercados financieros.

Un miembro consideró que, dada la naturaleza transitoria y exógena del proceso inflacionario, una postura monetaria menos acomodaticia sería ineficiente ya que no resuelve los problemas que dan origen a la inflación actual, como el aumento en los precios de las materias primas y los problemas en las cadenas de suministro. Consideró que, en contraste, ello sí tendría un impacto negativo en un rango amplio de márgenes de la economía, como el consumo, la inversión, el crédito, las finanzas públicas y los mercados financieros nacionales, entre otros. Sostuvo que ello se daría en medio de una recuperación todavía incompleta de una de las crisis más severas desde que se tiene registro. Agregó que las variables más sensibles a la política monetaria como el crédito, el consumo y la inversión exhiben un deterioro considerable. Apuntó que subir tasas en la actual coyuntura implicaría también desaprovechar el ancla de la disciplina fiscal sobre el riesgo-país y el tipo de cambio. Destacó que en ausencia de disciplina fiscal, el banco central se ve

obligado a proveer dicho anclaje, pero que la actual política fiscal debería liberar espacio para una política monetaria más acomodaticia. Resaltó que el aumento de tasas reduce el espacio para reaccionar eventualmente a un ciclo de alzas de la Reserva Federal, y que si el Banco de México se adelanta demasiado a dicho proceso, podría verse obligado a llevar la tasa a niveles muy restrictivos para no deteriorar su postura relativa. Expresó que aumentos continuos de la tasa de interés podrían ser interpretados como indicios de que la inflación observada tiene un carácter relativamente permanente. Consideró que esto podría afectar a las expectativas de inflación y al proceso de formación de precios. Señaló que los aumentos recientes de la tasa de interés y los ajustes subsecuentes en las expectativas de inflación de corto plazo, así parecen confirmarlo. Sostuvo que, del primer aumento de tasas a la fecha, las expectativas de inflación de corto plazo no han hecho sino aumentar, por lo que el objetivo buscado con el supuesto reforzamiento de la política monetaria parece haber sido muy poco efectivo en esta dimensión. Comentó que podría ser mejor tener una política de comunicación más efectiva, que explicara con mayor detalle la naturaleza del choque inflacionario, y que no se responda mecánicamente con aumentos en la tasa de interés, que no logran detener la inflación y que pueden afectar negativamente las expectativas y el proceso de formación de precios. Opinó que la idea de que es necesario aumentar la tasa de interés para reforzar la credibilidad de la institución parece subestimar los avances logrados en esta materia.

Otro miembro destacó que con el fin de evitar un deterioro en las expectativas de inflación se han recomendado decisiones prudentes, predecibles y que fueran bien comunicadas. Enfatizó que es importante diferenciar un reforzamiento de la política monetaria de un ciclo alcista de tasas, toda vez que la economía mexicana cuenta con una mejor posición macroeconómica que otras economías similares, que los estímulos fiscales y monetarios en México fueron acotados y que se mantiene una amplia holgura. Externó que el reforzamiento de la política monetaria permite actuar de forma preventiva ante la expectativa de condiciones monetarias internacionales menos acomodaticias en los siguientes meses, en un momento donde la inflación ha vuelto a subir y donde las expectativas a 12 meses y para el cierre del próximo año se han visto marginalmente afectadas. Consideró que las expectativas para los próximos 12 meses fueron las que más aumentaron y que pueden acotar la efectividad del reforzamiento de la postura monetaria. Agregó que la efectividad de la política

monetaria también se consigue al comunicar eficazmente los factores que están determinando la evolución de los precios. Señaló que la mayoría de las actuales presiones inflacionarias son atribuibles a una situación inédita que no se mantendrá indefinidamente, pero que dichas presiones representan un reto para la toma de decisiones. Estimó que, dado que el choque asimétrico de oferta actual ha favorecido a unos sectores y perjudicado a otros, se prevé que exista un proceso de reasignación de recursos en la economía, por lo que la política monetaria debe facilitar que ello suceda. Advirtió que como consecuencia de la pandemia, se han comprimido de manera importante las condiciones de demanda del mercado de fondos prestables a niveles incluso por debajo de los derivados de la crisis de 2008, lo que podría sugerir que el rango en el que se estima la tasa de interés neutral pueda haberse modificado a la baja.

Un miembro aseveró que un aumento en la tasa de referencia señala que la Junta de Gobierno está preocupada por el nivel y la trayectoria de inflación y está actuando decididamente. Opinó que se requiere de una acción decidida de política monetaria, aprovechando los espacios disponibles para atender el mandato prioritario. Notó que la inflación reciente se ha ubicado por encima de las expectativas, generando un deterioro constante de estas, con niveles por encima del 6% para 2021 y con incrementos más discretos para 2022. Mencionó que esto ha llevado a una expectativa de incrementos en la tasa de referencia en los siguientes meses, que ante el escenario actual podrían estar justificados. Advirtió que, de no materializarse estas alzas, se enviaría una señal de complacencia. Observó que debe explicarse que los choques inflacionarios demandan una acción firme y advertir que, de seguir el incremento en la inflación, se continuará reduciendo la postura expansiva. Externó que así se fortalecerá la credibilidad para mantener el anclaje de las expectativas inflacionarias, lo cual permite alcanzar el mandato prioritario. Preciso que la expectativa de una recuperación más robusta aminora la necesidad de un mayor estímulo. Agregó que las condiciones financieras y las posturas monetarias absoluta y relativa permiten continuar con un ajuste. Asimismo, las condiciones monetarias globales también apuntan hacia una postura monetaria relativa menos laxa. Aseveró que la mejora en las condiciones de operación en los mercados de dinero permite elevar las tasas sin un apretamiento no deseado de las condiciones financieras. Consideró que el efecto del alza en la tasa para la recuperación será pequeño dada la limitada transmisión del canal crediticio. Opinó que la

causalidad de la política monetaria sobre la inflación vía el canal de las expectativas no es bidireccional, ya que una postura más restrictiva ayuda a disminuir las presiones inflacionarias y no al revés. Además de que el incremento de tasas manda una señal de un mayor compromiso con nuestro objetivo prioritario de estabilidad de precios mientras que la inacción de la política monetaria ante la acumulación de choques inflacionarios es un factor que genera un deterioro de las expectativas. Por lo anterior, indicó que la política monetaria debe ser proactiva ante los efectos nocivos de los choques inflacionarios, independientemente de su naturaleza o temporalidad. Por ello, el alza de tasas es una medida preventiva y oportuna ante choques transitorios pero que combinados tienen una duración indeterminada que pudiera trascender el plazo en el que opera la política monetaria. Agregó que esta alza es una señal directa de que no se tolerará mayor inflación a fin de evitar un mayor deterioro de las expectativas que dificulte la tarea de mantener un ambiente de estabilidad de precios. Finalmente, señaló que de continuar el incremento en los precios se tendrá que seguir reduciendo la postura expansiva hasta alcanzar una postura neutral, e incluso hasta ligeramente restrictiva, más consistente con la brecha inflacionaria actual y una brecha de producto negativa mucho más reducida.

Otro miembro destacó el aumento de la inflación nuevamente por encima de lo previsto, y el consecuente ajuste al alza de la trayectoria esperada en un entorno de elevada incertidumbre y señaló que esta situación implica renovadas tensiones en la conducción de la política monetaria. Añadió que el repunte inflacionario ha implicado una pérdida significativa del poder adquisitivo de la población y que de mantenerse elevada la inflación por un tiempo prolongado, esta sería incorporada en las expectativas inflacionarias de los agentes, lo que tendería a arraigar las presiones inflacionarias en la economía. Consideró que el posible inicio de un proceso de desanclaje de las expectativas de largo plazo necesariamente exige una acción oportuna por parte de este Banco Central. Opinó que, de no implementar un nuevo ajuste, se compromete la convergencia de la inflación hacia la meta en el plazo en que opera la política monetaria. Adicionalmente, reflexionó que se debe considerar el ritmo apropiado del retiro del estímulo monetario y argumentó que se debe realizar un esfuerzo mayor en la normalización de la política monetaria, a fin de evitar un escenario de depreciación cambiaria y una aceleración en el ritmo de crecimiento de los precios. Señaló que de no hacerlo se estaría faltando al cumplimiento del mandato prioritario. Recordó que entre 2015 y 2017

se requirió de un aumento de 400 puntos base y 20 meses para que la inflación subyacente comenzara a disminuir, ello ante la presencia de nuevos choques. Destacó que un aumento en la tasa buscaría impedir que sigan fortaleciéndose los efectos de segundo orden en el proceso de formación de precios. Sostuvo que por el momento no se han materializado riesgos adicionales, pero es muy probable que se observe un escenario más complejo, lo que, bajo un enfoque preventivo, requeriría un ajuste más agresivo. Agregó que por todo lo anterior, es imperativo mantener un enfoque prudencial en la conducción de la política monetaria, que permita realizar los ajustes de manera oportuna, suficiente y que asegure la convergencia a la meta de inflación de forma ordenada y sostenible.

Un miembro señaló que los pronósticos de inflación general y subyacente se han incrementado significativamente en repetidas ocasiones a lo largo del año en respuesta a las presiones inflacionarias y la reducción de la amplitud de la holgura. Agregó que ello apunta a la necesidad de una trayectoria para el objetivo de tasas de interés que reduzca el estímulo monetario. Añadió que considerando la simultaneidad y la magnitud de los choques que han afectado a las inflaciones general y subyacente, así como la revisión de sus pronósticos al alza, y que la holgura en la economía se cerrará a un ritmo mayor al previsto, es fundamental que el Banco de México refuerce su compromiso con el cumplimiento del mandato constitucional de proteger el poder adquisitivo de la moneda nacional. Argumentó que aunque se prevé que los choques a las inflaciones general y subyacente sean predominantemente transitorios, existe el riesgo de que la formación de precios y las expectativas de inflación se vean contaminadas debido: i) al amplio rango de precios afectados; ii) a la magnitud de los aumentos; iii) al extendido horizonte en el que se han presentado; iv) a la persistente reasignación del gasto de los hogares; y v) a la elevada incertidumbre sobre el ajuste en la economía y los precios ante un escenario sin precedentes. Consideró que tolerar niveles de inflación elevados y muy superiores a la meta, sin reforzar la postura monetaria a niveles congruentes con una trayectoria que promueva la convergencia de la inflación al objetivo en el horizonte de pronóstico, contribuiría a deteriorar el proceso de formación de precios y a contaminar las expectativas de inflación, lo que erosionaría la credibilidad del Banco de México con altos costos para la sociedad.

3. DECISIÓN DE POLÍTICA MONETARIA

Si bien se prevé que los choques que han incidido en la inflación sean transitorios, por la diversidad, magnitud y el extendido horizonte en el que la han afectado, pueden implicar riesgos para la formación de precios y las expectativas de inflación. A fin de evitar dichos riesgos se consideró necesario reforzar la postura monetaria, ajustándola a la trayectoria que se requiere para que la inflación converja a su meta de 3% en el horizonte de pronóstico. La Junta de Gobierno decidió incrementar en 25 puntos base el objetivo para la Tasa de Interés Interbancaria a un día a un nivel de 4.75%.

En las siguientes decisiones de política monetaria la Junta de Gobierno evaluará los factores que inciden en la trayectoria prevista para la inflación y en sus expectativas, a fin de que la tasa de referencia sea en todo momento 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, propiciando un ajuste adecuado de la economía y de los mercados financieros.

4. VOTACIÓN

Alejandro Díaz de León Carrillo, Galia Borja Gómez, Irene Espinosa Cantellano, y Jonathan Ernest Heath Constable votaron a favor de aumentar el objetivo para la Tasa de Interés Interbancaria a un día en 25 puntos base a un nivel de 4.75%. Gerardo Esquivel

Hernández votó a favor de mantener el objetivo para la Tasa de Interés Interbancaria a un día en 4.50%.

5. OPINIONES/VOTOS DISIDENTES

Voto. Gerardo Esquivel Hernández

Considero que aumentar la tasa de interés en esta coyuntura es inefectivo e ineficiente. Es inefectivo porque una mayor tasa no resuelve los factores que originan las presiones inflacionarias: aumento en precios internacionales de los insumos y disrupciones en las cadenas de suministro. Es ineficiente porque el aumento sí podría afectar a la economía en varias dimensiones: consumo, inversión, crédito y finanzas públicas. Además, el aumento reduce el espacio futuro para cuando la Reserva Federal inicie el proceso de normalización de sus tasas. Anticiparse demasiado a este proceso, podría implicar que en el futuro la tasa deba llevarse a un terreno muy restrictivo para no afectar la postura relativa. Finalmente, el aumento también podría ser contraproducente. Aumentos continuos podrían interpretarse como señales de que la inflación tiene un carácter permanente. Esto podría afectar las expectativas y al proceso de formación de precios. De hecho, del primer aumento a la fecha, las expectativas de corto plazo no han hecho sino aumentar, por lo que el objetivo buscado no se ha alcanzado. Así, cabría preguntarse si no sería mejor una política comunicativa que explicara con claridad la naturaleza del choque inflacionario actual, en vez de responder mecánicamente con aumentos continuos de tasas.

ANEXO

La información presentada en este Anexo fue elaborada para esta sesión por las Direcciones Generales de Investigación Económica y de Operaciones de Banca Central, ambas del Banco de México, y no necesariamente refleja las consideraciones de los miembros de la Junta de Gobierno respecto de su decisión de política monetaria.

A.1. Condiciones externas

A.1.1. Actividad económica mundial

Los indicadores disponibles sugieren que el proceso de recuperación de la actividad económica mundial continuó durante el tercer trimestre del año, si bien a un ritmo menor al previsto a mediados de año. Este proceso estuvo impulsado por la expansión de las principales economías avanzadas y de algunas economías emergentes. La recuperación siguió siendo heterogénea entre países, reflejando las diferencias en la disponibilidad de vacunas, la evolución de la pandemia y los estímulos al gasto. El dinamismo de la producción industrial ha disminuido ante la intensificación de los cuellos de botella, la reimposición de ciertas restricciones a la movilidad en algunas economías asiáticas y la escasez de insumos (Gráfica 1). La actividad en los servicios también ha mostrado un menor ritmo de recuperación en los últimos meses, a pesar de que el proceso de reapertura se ha mantenido en la mayoría de las economías. Por su parte, la inflación global continuó aumentando por presiones en los precios de materias primas, efectos de base de comparación, cuellos de botella en la producción, así como por los apoyos al gasto y su recomposición hacia mercancías. De esta manera, en la mayoría de las principales economías avanzadas y emergentes, la inflación se ubicó por encima de los objetivos de sus bancos centrales.

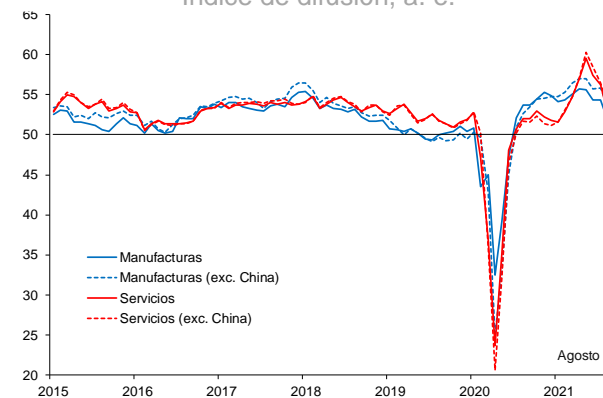
En este entorno, en las principales economías avanzadas los bancos centrales han mantenido el estímulo monetario, si bien los bancos centrales de Noruega y de Corea anunciaron un aumento en su tasa de interés y algunos otros ya prevén la disminución de su estímulo, mientras que en diversas economías emergentes continúan reduciéndolo. Los mercados financieros registraron cierta estabilidad durante la mayor parte del periodo desde la última decisión de política monetaria en México, aunque en semanas recientes se observó

un repunte de la volatilidad y un menor apetito por riesgo global. Lo anterior, en un entorno en el que además existen preocupaciones respecto a la propagación de la variante Delta del virus SARS-CoV-2 y al sector inmobiliario en China, entre otros factores.

Entre los riesgos globales destacan los asociados a la pandemia, las presiones inflacionarias y los ajustes a las condiciones monetarias y financieras. En particular, el surgimiento de nuevas y más resistentes variantes del virus SARS-CoV-2, aunado al lento proceso de vacunación en algunos países, podría retrasar el proceso de recuperación económica mundial. Asimismo, si bien se anticipa que algunos de los factores que han impulsado la inflación global sean en buena medida transitorios, no puede descartarse que algunos de ellos, como las interrupciones en las cadenas globales de suministro se prolonguen más de lo anticipado, resultando en un comportamiento más persistente de la inflación en niveles elevados, lo que en un entorno de recuperación podría derivar en un apretamiento más acelerado de la política monetaria.

Gráfica 1
Global: Índice de Gerentes de Compras:
Producción

Índice de difusión, a. e.



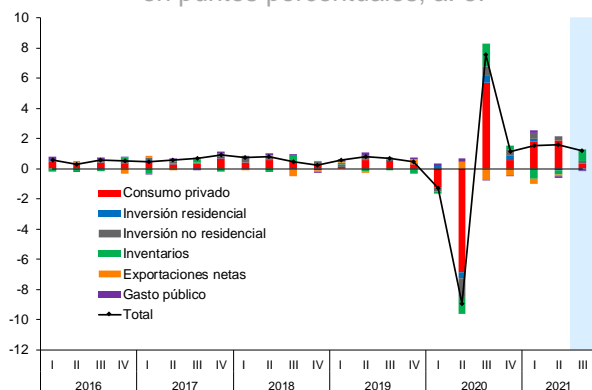
a. e. / Cifras con ajuste estacional.
Fuente: IHS Markit.

En Estados Unidos, los indicadores disponibles al tercer trimestre del año sugieren que, luego de registrar una expansión trimestral ajustada por estacionalidad de 1.6% en el segundo trimestre, la actividad económica siguió recuperándose durante el tercero (Gráfica 2). No obstante, el repunte de los contagios de COVID-19 y la intensificación de los cuellos de botella restaron dinamismo a dicha

recuperación.¹ El consumo privado continuó siendo uno de los motores del crecimiento de la actividad económica, aunque este se moderó ante la disminución de algunos estímulos como los subsidios al desempleo, el repunte en la inflación, el alza en los contagios y las persistentes restricciones de oferta para algunos productos tales como automóviles y bienes electrónicos. Por otra parte, si bien los nuevos pedidos de bienes de capital de los negocios apuntan a un debilitamiento de la inversión, las cifras disponibles sobre inventarios de negocios sugieren que estos podrían contribuir positivamente al crecimiento en el tercer trimestre del año.

Gráfica 2
EUA: PIB Real y Componentes

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



a. e. / Cifras con ajuste estacional.

Nota: El área sombreada se refiere a los pronósticos de Blue Chip de septiembre de 2021.

Fuente: BEA y Blue Chip.

La producción industrial de Estados Unidos siguió expandiéndose, aunque a un ritmo más moderado, al registrar un crecimiento mensual ajustado por estacionalidad de 0.4% en agosto, luego de crecer 0.8% en julio. Esta moderación se debió, en gran medida, a la contracción de la minería como consecuencia del paso del huracán Ida que afectó la extracción de petróleo y gas en la región del Golfo de México. La actividad manufacturera se expandió 0.2% en agosto, luego del repunte de 1.6% que registró en julio derivado de la reapertura de algunas plantas automotrices. El crecimiento de agosto se dio no obstante el cierre de plantas petroquímicas y refinerías por el huracán Ida y la persistencia de escasez de semiconductores. La generación de gas y electricidad se vio impulsada por la mayor

demanda por aire acondicionado ante condiciones climáticas inusualmente cálidas. El índice de gerentes de compras del sector manufacturero sugiere que la recuperación gradual de este sector podría persistir en los meses siguientes.

El mercado laboral en Estados Unidos siguió recuperándose durante agosto, aunque a un ritmo menor al registrado en meses anteriores como reflejo de las afectaciones en algunas actividades ante el incremento en los contagios de COVID-19. La nómina no agrícola, después de crecer en 1.1 millón de plazas en julio, exhibió en agosto un alza de 235 mil plazas. Por un lado, el empleo aumentó en sectores como los de servicios profesionales y de negocios, de transporte y almacenamiento, y el manufacturero, si bien en algunos casos a un menor ritmo que en meses previos. Por otro lado, el empleo se estancó en los servicios de ocio y hospitalidad y educación y se contrajo en otros como el de comercio al menudeo. Así, el nivel de empleo se ubicó aún 5.7 millones por debajo del registrado antes de la pandemia. A su vez, la tasa de desempleo disminuyó de 5.4% en julio a 5.2% en agosto. Las tasas de plazas vacantes se han mantenido en niveles elevados, a pesar de la expiración de pagos adicionales en el seguro de desempleo, lo que añade incertidumbre sobre la evolución de la dinámica salarial y la participación laboral.

En la zona del euro, los indicadores disponibles sugieren que la actividad económica en el tercer trimestre del año continuó recuperándose a un ritmo sólido, luego de expandirse 2.2% a tasa trimestral ajustada por estacionalidad en el segundo trimestre.² El dinamismo de la economía ha seguido siendo favorecido por la continua recuperación del consumo de los hogares y de la inversión de los negocios, reflejando el levantamiento de las restricciones a la movilidad, una mayor confianza y las condiciones financieras favorables. La actividad industrial ha seguido expandiéndose, aunque su crecimiento en el corto plazo podría seguir siendo limitado por cuellos de botella en las cadenas de suministro. La tasa de desempleo disminuyó de 7.8% en junio a 7.6% en julio, mientras que cada vez más empresas han destacado la escasez de mano de obra como uno de los limitantes para la producción. Los índices de gerentes de compras sugieren que la actividad económica seguiría recuperándose durante el tercer trimestre.

¹ Expresado como tasa trimestral anualizada ajustada por estacionalidad, el crecimiento del PIB de Estados Unidos en el segundo trimestre fue de 6.6%.

² Expresado como tasa trimestral anualizada ajustada por estacionalidad, la variación del PIB de la zona del euro fue de 9.2% en el segundo trimestre.

En el Reino Unido, los indicadores disponibles sugieren que la actividad económica siguió recuperándose en el tercer trimestre de 2021, luego de registrar una expansión trimestral ajustada por estacionalidad de 4.8% en el trimestre previo.³ La actividad económica ha estado apoyada por el levantamiento de restricciones asociadas al COVID-19, lo que ha favorecido principalmente a los servicios relacionados con el entretenimiento y la recreación. No obstante, las ventas al menudeo mostraron un deterioro en julio y agosto, en parte como reflejo de las disrupciones de oferta y las dificultades de los comerciantes para abastecerse de bienes y servicios. La tasa de desempleo siguió disminuyendo, al pasar de 4.7% en junio a 4.6% en julio, al tiempo que se ha registrado una mayor dificultad para cubrir plazas vacantes, particularmente en los sectores de alojamiento, recreación, almacenamiento y transporte. Los índices de gerentes de compras del sector manufacturero y del sector de servicios sugieren que dicha economía continuaría recuperándose a finales del tercer trimestre, aunque a un ritmo más moderado.

En Japón, la información disponible sugiere que la actividad económica, luego de registrar un crecimiento trimestral ajustado por estacionalidad de 0.5% en el segundo trimestre, seguiría recuperándose gradualmente en el tercero, a pesar de la implementación de un nuevo estado de emergencia a partir de julio.⁴ La actividad económica ha estado apoyada por la demanda de bienes de capital, mientras que el consumo de los hogares, particularmente en servicios, ha seguido limitado por las medidas sanitarias. La tasa de desempleo disminuyó de 2.9% en junio a 2.8% en julio. Los índices de gerentes de compras indican que la actividad manufacturera crecería a un ritmo moderado en el tercer trimestre, mientras que el sector de servicios seguiría deteriorándose, en línea con la extensión del estado de emergencia a los meses de agosto y septiembre en algunas regiones del país.

En las principales economías emergentes, el crecimiento ha sido heterogéneo entre regiones, principalmente en función de la evolución de la pandemia y de la exposición de cada país a las afectaciones en las cadenas globales de suministro. En América Latina la actividad económica en la mayoría de los países se ha recuperado en el tercer trimestre. En Asia emergente el comportamiento ha

sido mixto. Así, mientras que algunas de las economías de esa región que fueron fuertemente afectadas durante el segundo trimestre del año por la crisis sanitaria comenzaron a mostrar una recuperación, otras se han desacelerado como reflejo de los efectos de la intensificación de las afectaciones en las cadenas de suministro. En China, los indicadores económicos sobre consumo, inversión y producción industrial se han desacelerado, en un entorno en el que han comenzado a retirarse algunos de los estímulos económicos, se han impuesto nuevas restricciones por COVID-19 y ha aumentado el riesgo de una desaceleración en el sector inmobiliario, debido a los cambios regulatorios impulsados en el último año y a las vulnerabilidades financieras de algunas de las principales empresas. En Europa Emergente, los indicadores disponibles sugieren en general un crecimiento relativamente robusto como reflejo, en parte, de los avances en el proceso de vacunación y de la normalización de actividades.

Los precios internacionales de las materias primas registraron un comportamiento mixto desde la última decisión de política monetaria en México. En particular, durante gran parte del mes de agosto los precios del petróleo disminuyeron ante un deterioro en las perspectivas de la demanda como resultado de la propagación de nuevas variantes del virus SARS-CoV-2 en algunas de las principales economías, particularmente en Asia. Esta tendencia se revirtió posteriormente tras las disrupciones en la producción y distribución de energéticos provocadas por el paso de huracanes en la costa estadounidense del Golfo de México, los menores inventarios de petróleo crudo y las expectativas de una recuperación de la demanda de petróleo en 2022. Por su parte, los precios del gas natural y gas licuado continuaron incrementándose, en un entorno de mayor demanda y de restricciones de oferta asociadas al cierre de plantas de extracción y gasoductos en algunas regiones a causa de factores climáticos, niveles relativamente bajos de inventarios y menores exportaciones de algunos de los principales productores, destacando el caso de Rusia. A su vez, los precios de la mayoría de los metales industriales han aumentado, si bien con episodios de volatilidad, como resultado de las restricciones en la oferta asociadas a las afectaciones en las cadenas globales de suministro. No obstante, en algunos casos como el hierro, los precios han disminuido ante un menor dinamismo de la producción industrial de algunos países como

³ Expresado como tasa trimestral anualizada ajustada por estacionalidad, la variación del PIB de Reino Unido en el segundo trimestre de 2021 fue de 20.7%.

⁴ Expresado como tasa trimestral anualizada ajustada por estacionalidad, la variación del PIB de Japón fue de 1.9% en el segundo trimestre de 2021.

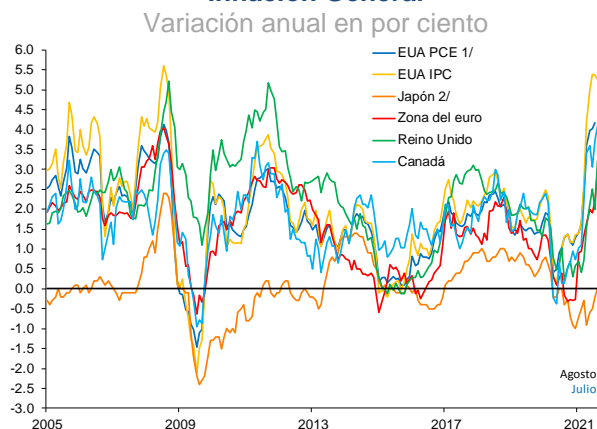
China. Por último, los precios de la mayoría de los granos disminuyeron debido a una mayor expectativa de producción de importantes países productores, como Estados Unidos y Canadá, si bien persisten disrupciones a las exportaciones de Estados Unidos a causa de las afectaciones registradas en ciertos puertos a lo largo del Golfo de México.

A.1.2. Política monetaria y mercados financieros internacionales

La inflación a nivel mundial continuó aumentando, presionada por los precios de materias primas, efectos de base de comparación, cuellos de botella en las cadenas productivas, así como por los apoyos al gasto y su recomposición hacia mercancías. El aumento de la inflación general en la mayoría de las principales economías avanzadas la ubicó por encima de los objetivos de sus bancos centrales, a excepción de Japón (Gráfica 3). En Estados Unidos se registraron presiones inflacionarias mayores que en el resto de las economías avanzadas. No obstante, las presiones en dicho país se han moderado para algunos rubros, resultando en una disminución de la inflación medida por el índice de precios al consumidor de 5.4% en julio a 5.3% en agosto. En este contexto, las expectativas de inflación de corto plazo provenientes de encuestas siguieron aumentando para la mayoría de estas economías, al tiempo que aquellas de mayor plazo derivadas de instrumentos financieros también mostraron incrementos para economías tales como el Reino Unido y la zona del euro.

En las principales economías emergentes, la inflación general continuó en múltiples casos por encima del objetivo de sus respectivos bancos centrales. Si bien la inflación se ha mantenido al alza en la mayoría de estas economías, se registró cierta moderación en algunos países de la región asiática, como resultado de la imposición de mayores medidas de contención ante el aumento en los casos de COVID-19, lo que ha debilitado la demanda, así como de factores idiosincrásicos en algunas economías.

Gráfica 3
Economías Avanzadas Seleccionadas:
Inflación General



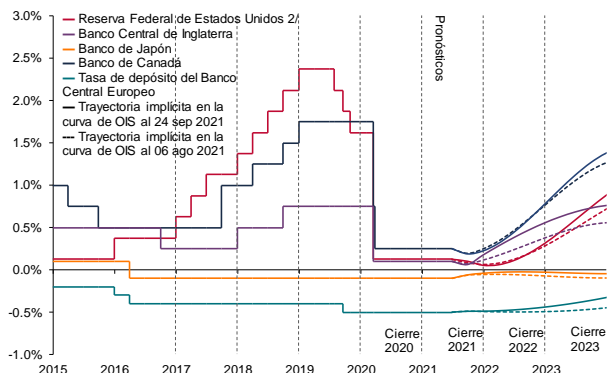
1/ Se emplea el deflactor del gasto en consumo personal.

2/ Excluye alimentos frescos. Esta serie no excluye el efecto del incremento del impuesto al consumo en mayo de 2014 y octubre de 2019, ni el efecto del programa de guardería y educación preescolar gratuita en octubre de 2019.

Fuente: Bureau of Economic Analysis, Bureau of Labor Statistics, Eurostat, Bank of Japan, Statistics Canada, Office of National Statistics.

En este entorno, los bancos centrales de las principales economías avanzadas mantuvieron sus tasas de interés sin cambio, en niveles alrededor de cero, a excepción de los bancos centrales de Corea y de Noruega, que anunciaron un incremento de 25 puntos base en sus tasas de interés. La mayoría de los bancos de estas economías siguieron utilizando sus hojas de balance para preservar condiciones de financiamiento favorables y procurar la convergencia de la inflación a sus respectivos objetivos de largo plazo, si bien el Banco Central Europeo anunció una moderada reducción en el ritmo de compras bajo su programa de compra de activos de la pandemia (PEPP), manteniendo sin cambio el monto total del mismo. En su mayoría, los bancos centrales han reiterado que serán pacientes en el retiro de sus posturas monetarias acomodaticias hasta que la inflación alcance de manera sostenida sus metas. No obstante, ante el avance de la recuperación económica y el riesgo de persistentes presiones inflacionarias, se prevé que algunos de ellos disminuyan su estímulo monetario. Así, en el periodo que se reporta la Reserva Federal indicó que considera que si el progreso hacia sus metas continúa como se anticipa, pronto podría justificarse una moderación en el ritmo de sus compras de activos y ajustó al alza sus expectativas respecto a la trayectoria de sus tasas de interés de referencia. En este contexto, las expectativas extraídas de instrumentos financieros prevén alzas en las tasas de interés en algunas de las principales economías avanzadas en 2022 y 2023 (Gráfica 4).

Gráfica 4
Tasas de Referencia y Trayectorias Implícitas en
Curvas OIS^{1/}
 Porcentaje



1/ OIS: Swap de tasa de interés fija por flotante en donde esta última está ligada a la referencia efectiva a un día.

2/ Para la tasa de referencia observada de Estados Unidos se utiliza la tasa de interés promedio del rango objetivo de la tasa de fondos federales (0.0% - 0.25%).

Fuente: Banco de México con datos de Bloomberg.

Entre las decisiones de política monetaria recientes de las principales economías avanzadas destacan:

i) En su reunión de septiembre, la Reserva Federal mantuvo sin cambio su rango objetivo de entre 0.0 y 0.25% para la tasa de interés de fondos federales y señaló que será apropiado mantener ese rango 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 moderadamente ese nivel durante algún tiempo. Señaló que la economía ha avanzado hacia sus objetivos y que si el progreso continúa en general como se anticipa, el Comité Federal de Operaciones de Mercado Abierto (*FOMC*) considera que pronto podría justificarse una moderación en el ritmo de compras de activos. Al respecto, el presidente de dicha Institución detalló que, en general, los miembros del *FOMC* consideran que, mientras la recuperación se mantenga por buen camino, es probable que sea apropiado un proceso de reducción gradual de las compras de activos (*tapering*) que concluya a mediados del próximo año. Además, indicó que el momento y el ritmo de dicha reducción no tendrá la intención de transmitir una señal directa respecto al momento de un alza en la tasa de interés. En este contexto, las medianas de los pronósticos del *FOMC* publicadas en septiembre muestran los siguientes cambios: una revisión a la baja en las expectativas de crecimiento para 2021 y al alza

para 2022 y 2023, así como un aumento en la tasa de desempleo esperada para 2021. A su vez, las expectativas de inflación general se revisaron significativamente al alza para este año, de 3.4 a 4.2%. Para 2022 se ajustaron de 2.1 a 2.2%, si bien se prevé que se mantenga en dicho nivel durante 2023 y disminuya a 2.1% en 2024. Las previsiones para la inflación subyacente se revisaron al alza para 2021 y, en menor medida, para 2022 y 2023. Respecto de la tasa de referencia, la mediana de los pronósticos aumentó de 0.1 a 0.3% para 2022 y de 0.6 a 1.0% para 2023, mientras que para 2024 se ubica en 1.8%. Lo anterior sugiere la expectativa de entre tres y cuatro alzas en la tasa de interés para el cierre de 2023 y de al menos seis alzas en total para finales de 2024. Al interior del Comité, nueve de los 18 miembros anticipan la primera alza durante 2022. Por su parte, la trayectoria implícita en instrumentos financieros para la tasa de fondos federales incorpora la expectativa de entre dos y tres alzas al cierre de 2023, anticipando el primer incremento de 25 puntos base hacia el cierre del primer trimestre de dicho año.

ii) En su reunión de septiembre, el Banco Central Europeo mantuvo sin cambio sus tasas de refinanciamiento, de depósitos y de préstamos, en 0.0, -0.5 y -0.25%, respectivamente. Asimismo, reiteró que el Consejo espera que dichas tasas de interés se mantengan en los niveles actuales o inferiores hasta que la inflación alcance el objetivo de 2% durante el horizonte de sus proyecciones, que se mantenga de manera duradera en dicho nivel, y que juzgue que el progreso en la inflación subyacente esté lo suficientemente avanzado para ser consistente con la estabilización de la inflación en 2% en el mediano plazo, lo cual podría implicar un periodo transitorio en el que la inflación se ubique moderadamente por encima de su meta. Por otro lado, mantuvo sin cambio su programa de compra de activos (*APP*) en 20 mil millones de euros al mes. Indicó que considera que se pueden mantener condiciones de financiamiento favorables con un ritmo moderadamente más bajo de compras netas de activos bajo el Programa de Emergencia por la Pandemia (*PEPP*) que en los dos trimestres previos, manteniendo sin cambio el monto total en 1,850 mil millones de euros. Al respecto, la presidente de dicha Institución precisó que dicho ajuste en el ritmo de compras se trata de una recalibración de su Programa y no de un retiro del estímulo (*tapering*).

- iii) En su reunión de septiembre, el Banco de Japón mantuvo sin cambio la tasa de referencia en -0.1% y el objetivo de la tasa de 10 años en alrededor de cero, así como su programa de compra de activos. Dicha Institución ratificó que, de ser necesario, no dudará en tomar medidas de relajamiento adicionales y que espera que las tasas de interés se mantengan en sus niveles actuales o incluso inferiores. Adicionalmente, este banco central anunció los detalles de su nueva medida de provisión de fondos a instituciones financieras, la cual busca apoyar los esfuerzos para abordar problemáticas asociadas al cambio climático, cuyo esquema preliminar se dio a conocer en su reunión de julio.
- iv) En su reunión de septiembre, el Banco de Inglaterra mantuvo sin cambio su tasa de interés de referencia en 0.10% y su programa de compras de activos. Recordó que en su reunión de agosto señaló que, en caso de que la economía evolucione en línea con sus proyecciones centrales, sería probable que fuera necesario un apretamiento modesto de la política monetaria durante el horizonte de pronóstico para ser consistente con el cumplimiento de manera sostenible de la meta de inflación de 2% en el mediano plazo. Al respecto, indicó que algunos acontecimientos recientes parecen haber fortalecido el caso anterior, aunque persiste un nivel de incertidumbre considerable. Respecto de su programa actual de compra de bonos del gobierno, reiteró la expectativa de que concluya a finales de 2021. Además, en las minutas se menciona que la mayoría de los miembros del Comité coincidieron en que cualquier endurecimiento inicial de la política monetaria debería ser implementado mediante un aumento en la tasa de interés de referencia, incluso si dicho endurecimiento fuera apropiado antes del término del programa actual de compra de activos.

Las autoridades monetarias de las economías emergentes enfrentan riesgos a la formación de precios diferentes a los de las economías avanzadas, ya que la inflación y sus expectativas no han permanecido por debajo de sus metas por periodos prolongados. En particular, las economías emergentes más integradas comercialmente con aquellas economías avanzadas que se han recuperado más rápidamente y que han registrado mayores incrementos en su inflación, además de los factores internos e idiosincrásicos, enfrentan riesgos importantes ante la posibilidad de que dichos aumentos sean mayores y más persistentes a lo

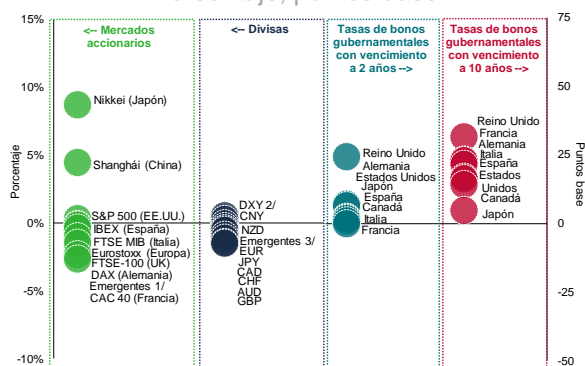
anticipado. En este contexto, algunos bancos centrales de este grupo de economías han continuado reduciendo sus estímulos monetarios. En particular, en el periodo que se reporta los bancos centrales de Hungría, Chile, Brasil y Rusia anunciaron aumentos adicionales en sus tasas de interés y el banco de Perú incrementó su tasa por primera vez desde el inicio de la pandemia con un alza de 25 puntos base en agosto y otra de 50 puntos base en septiembre. Por su parte, el banco central de Turquía anunció una disminución de 100 puntos base en su tasa de interés, después del incremento anunciado en marzo pasado.

En el entorno descrito, los mercados financieros internacionales mostraron, en general, un comportamiento relativamente estable desde la última decisión de política monetaria en México (Gráfica 5), si bien en semanas recientes se registró un repunte en la volatilidad y un menor apetito por riesgo global. En este contexto, desde la última decisión de política monetaria en México, los mercados accionarios de la mayoría de las principales economías avanzadas presentaron un comportamiento relativamente estable durante gran parte del periodo, destacando el desempeño positivo del mercado en Japón ante la expectativa de un mayor estímulo fiscal para esa economía, entre otros factores. No obstante, en semanas recientes algunos índices accionarios registraron cierta moderación en su crecimiento y mayor volatilidad asociada, en parte, a la incertidumbre sobre la evolución de la pandemia, a la elevada inflación, a la previsión de una reducción en el estímulo monetario y a preocupaciones sobre el sector inmobiliario en China. Por su parte, los mercados de economías emergentes registraron, en general, ganancias moderadas (Gráfica 6). En los mercados cambiarios, el dólar exhibió una moderada depreciación frente a la mayoría de las divisas de economías avanzadas, durante la primera parte del periodo que se reporta, la cual se revirtió en semanas posteriores. Las divisas de economías emergentes registraron movimientos acotados mixtos, exhibiendo en algunos casos depreciaciones. Las tasas de interés de bonos gubernamentales de largo plazo de las principales economías avanzadas registraron aumentos, empujando ligeramente las curvas de rendimiento. Asimismo, las tasas de interés de largo plazo de economías emergentes mostraron en su mayoría incrementos. En este entorno, desde la última decisión de política monetaria en México, se registraron entradas netas moderadas de flujos de capital en la mayoría de las economías emergentes, principalmente a China, si bien recientemente se

registraron salidas de capital de algunos mercados de renta fija.

Gráfica 5
Variación de Indicadores Financieros
Seleccionados del 6 de agosto al 24 de
septiembre de 2021

Porcentaje; puntos base



1/ Índice MSCI de países emergentes que incluye a 24 países. 2/ DXV: promedio ponderado calculado por el Intercontinental Exchange (ICE) del tipo de cambio nominal de las seis principales divisas operadas mundialmente con los siguientes pesos: EUR: 57.6%, JPY: 13.6%, GBP: 11.9%, CAD: 9.1%, SEK: 4.2%, y CHF: 3.6%. 3/ Índice de J.P. Morgan que se construye a través de un promedio ponderado del tipo de cambio nominal de divisas de países emergentes con los siguientes pesos: TRY: 8.3%, RUB: 8.3%, HUF: 8.3%, ZAR: 8.3%, BRL: 11.1%, MXN: 11.1%, CLP: 11.1%, CNH: 11.1%, INR: 11.1% y SGD: 11.1%.

Fuente: Bloomberg y ICE.

Gráfica 6
Desempeño de activos de países emergentes
seleccionados a partir del 09 de agosto de 2021

Porcentaje, puntos base

Región	País	Divisas	Bolsas	Tasas de Interés 2A	Tasas de Interés 10A	CDS
América Latina	México	-0.13%	0.40%	9	14	0
	Brasil	-1.91%	-7.91%	72	87	16
	Chile	-1.38%	3.15%	157	60	13
	Colombia	3.99%	6.50%	36	108	8
	Perú	0.00%	6.41%	183	-15	1
Europa emergente	Rusia	1.42%	6.29%	41	37	0
	Polonia	-1.05%	2.43%	18	26	2
	Turquía	-2.01%	-2.97%	-36	-44	31
	Rep. Checa	-0.66%	6.46%	46	31	3
	Hungría	-1.88%	3.57%	34	29	4
Asia	China	0.37%	2.52%	2	1	6
	Malasia	0.97%	2.43%	7	21	-2
	India	0.57%	10.43%	-8	-1	-8
	Filipinas	-1.20%	4.88%	15	33	-2
	Tailandia	-0.27%	5.18%	12	32	0
	Indonesia	0.77%	-0.08%	-8	-11	3
África	Sudáfrica	-1.95%	-6.36%	13	26	-1

Nota: Las tasas de interés mostradas corresponden a los bonos gubernamentales en los plazos especificados, con excepción de Hungría, donde se utilizó la tasa de interés del bono gubernamental de tres años. Por otro lado, para Filipinas se utilizó la tasa swap a un plazo de dos años. Fuente: Bloomberg.

Hacia delante, persisten diversos riesgos para la estabilidad de los mercados financieros internacionales. Además de los relacionados con la recuperación de la actividad económica, se encuentran: i) un aumento en la inflación más sostenido y mayor a lo anticipado en algunas economías avanzadas que resulte en un retiro de los estímulos monetarios antes de lo previsto, lo que conduciría a condiciones financieras globales más astringentes que afectarían de manera especial a las economías emergentes que, en general, cuentan con un menor espacio de política tanto fiscal como monetaria; ii) las posibles distorsiones en la valuación de algunos activos financieros que pudieran derivar en una corrección abrupta en sus precios; iii) los elevados niveles de endeudamiento privado y los problemas asociados de insolvencia e incumplimiento que pudieran derivar en un contagio y un apretamiento de las condiciones financieras, particularmente de las economías emergentes, y iv) un incremento en el endeudamiento público y el riesgo asociado de insostenibilidad de las finanzas públicas. Además, es posible que las economías emergentes enfrenten mayores retos en el mediano plazo a medida que se limiten sus fuentes de financiamiento, en un contexto de mayor absorción de recursos por parte de economías avanzadas y por la participación de China en los índices globales de inversión.

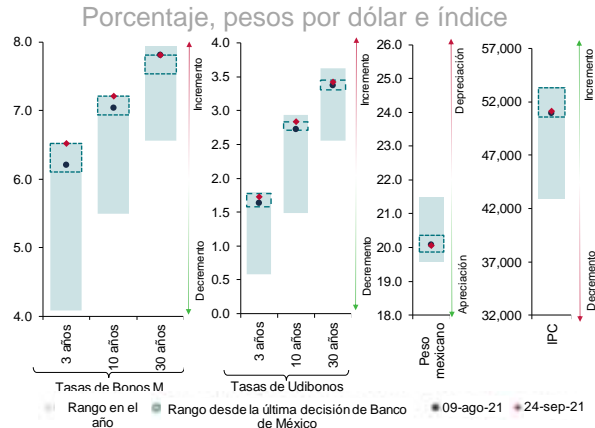
A.2. Evolución de la economía mexicana

A.2.1. Mercados en México

Desde la última decisión de política monetaria a la fecha, los precios de los activos financieros en México mostraron un comportamiento mixto (Gráfica 7), en un entorno en que los bancos centrales de países desarrollados reiteraron que el retiro del estímulo monetaria será gradual y que la política monetaria se mantendrá acomodaticia por un periodo prolongado. Durante los últimos días predominó un sentimiento de mayor aversión al riesgo ante la situación financiera de una importante empresa inmobiliaria china y de cierta cautela ante el incremento de los casos de COVID-19 alrededor del mundo. En este contexto, se continúa esperando una política monetaria menos acomodaticia para algunas economías emergentes, a raíz del repunte de la inflación y sus expectativas.

En el caso de la moneda nacional, la volatilidad del tipo de cambio aumentó, operando en un rango entre 19.86 y 20.37 pesos por dólar y terminando el periodo con una depreciación de 0.13% (Gráfica 8). Ello, en un contexto en el que las condiciones de operación, tanto realizadas como prospectivas, mostraron una mejoría.

Gráfica 7
Desempeño y Condiciones de Operación de Mercados Mexicanos



Fuente: Elaboración de Banco de México

Gráfica 8
Tipo de Cambio del Peso Mexicano con Promedios Móviles

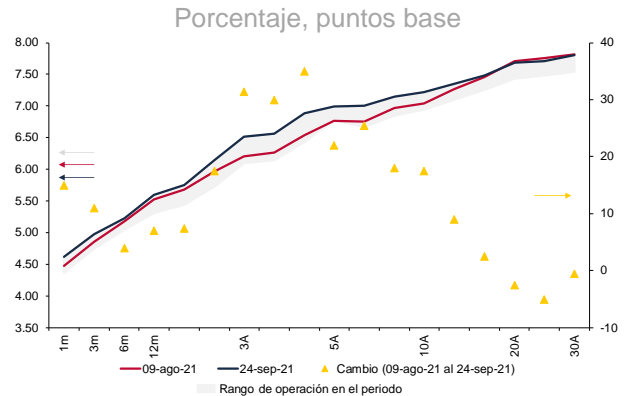


Fuente: Elaboración de Banco de México

Las tasas de interés de los valores gubernamentales presentaron movimientos mixtos (Gráfica 9), observándose una dinámica de aplanamiento con movimientos entre -7 y 35 puntos base a lo largo de la curva. La curva de rendimientos de instrumentos a tasa real mostró una dinámica similar, registrando movimientos entre -24 y 18 puntos base a lo largo de todos los plazos. En este contexto, con respecto a la decisión de política monetaria de agosto las primas de compensación por inflación y riesgo inflacionario implícitas en los diferenciales entre las tasas

nominales y reales de instrumentos de mercado mostraron movimientos al alza en los plazos de 3 y 10 años, mientras que en los plazos de 20 y 30 años presentaron disminuciones (Gráfica 10). Estos movimientos ocurrieron en un entorno en el que las condiciones de operación de este mercado mostraron una mejoría.

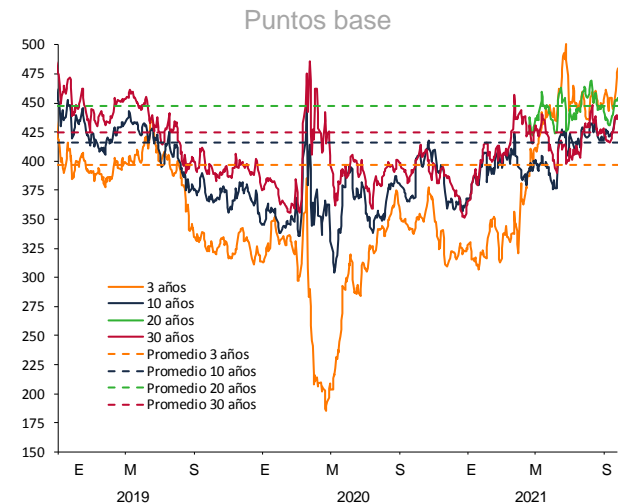
Gráfica 9
Curva de Rendimiento de Valores Gubernamentales a Tasa Nominal



Fuente: PIP

Nota: La gráfica no incluye los bonos con vencimiento en diciembre 2021 y junio 2022 y se consideran los CETES a plazos similares.

Gráfica 10
Compensación por Inflación y Riesgo Inflacionario Implícita en las Curvas de Tasas de Valores Gubernamentales



Fuente: PIP

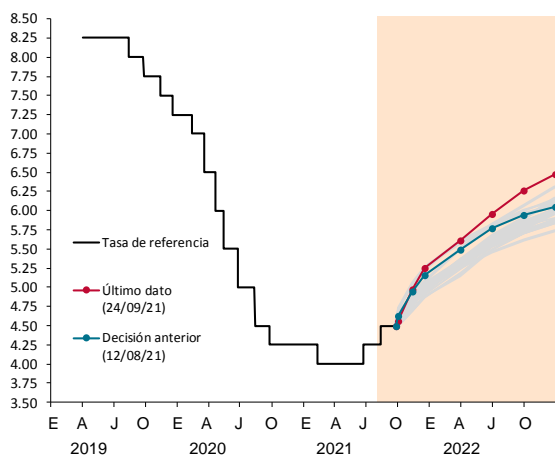
Por su parte, en línea con el establecimiento de un mecanismo *swap* entre el Banco de México y la Reserva Federal, el 18 de agosto se llevó a cabo una subasta de financiamiento en dólares en donde se

asignaron recursos por un monto de 100 millones de dólares.

En cuanto a las medidas inicialmente anunciadas por el Banco de México el 21 de abril de 2020, de acuerdo con lo comunicado el 25 de febrero de 2021, la vigencia de ciertas facilidades finalizará el 30 de septiembre del presente año.

En lo que concierne a las expectativas de la trayectoria de la tasa de referencia de política monetaria, la información implícita en la curva de swaps de TIIE incorpora un incremento de alrededor de 50 puntos base en la tasa de referencia entre las reuniones de septiembre y noviembre (Gráfica 11). De manera relacionada, la mediana de las expectativas del consenso de los analistas encuestados por Citibanamex anticipa que la tasa de interés de referencia se ubique en 4.75% en la próxima decisión de política monetaria. Respecto del cierre de 2021, las variables de mercado anticipan un nivel para la tasa objetivo de 5.24%, mientras que la mediana de la mencionada encuesta a economistas prevé un nivel de 5.00%.

Gráfica 11
Tasa de Fondeo Implícita en la Curva de Swaps de TIIE
Porcentaje



Fuente: Elaboración de Banco de México con datos Bloomberg.

A.2.2. Actividad económica en México

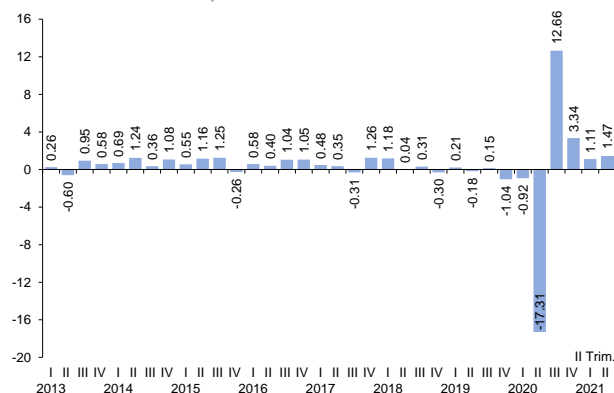
Luego del crecimiento de la actividad económica en el segundo trimestre del año (Gráfica 12), a inicios del tercero esta siguió recuperándose, aunque con marcadas diferencias entre sectores y en un

contexto en el que persiste incertidumbre en relación a la pandemia.

Con relación a la demanda externa, en agosto las exportaciones manufactureras no automotrices presentaron una contracción en el margen que revirtió el avance de julio, si bien permanecieron en niveles relativamente elevados (Gráfica 13). Por su parte, las exportaciones automotrices mantuvieron una trayectoria a la baja como reflejo de las afectaciones ocasionadas por el continuo desabasto global de semiconductores. Por destino, en agosto las exportaciones dirigidas a Estados Unidos revirtieron el repunte observado en el mes previo, al tiempo que los envíos al resto del mundo exhibieron un desempeño negativo.⁵

Gráfica 12
Producto Interno Bruto

Variaciones porcentuales trimestrales, a. e.

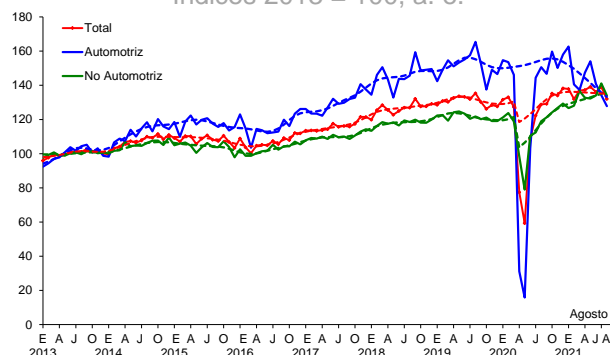


a. e. / Cifras con ajuste estacional.

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

⁵ 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 Nacional de México, toda vez que este último representa el valor agregado, medido en pesos constantes.

Gráfica 13
Exportaciones Manufactureras Totales
Índices 2013 = 100, a. e.



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

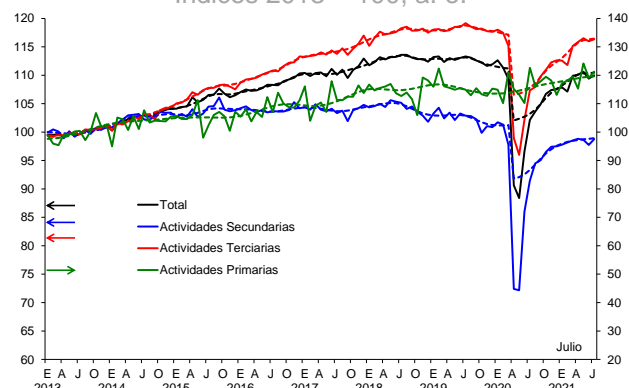
Fuente: Banco de México con base en SAT, SE, Banco de México, INEGI. Balanza Comercial de Mercancías de México. SNIEG. Información de Interés Nacional.

De acuerdo con su indicador mensual, en junio el consumo privado frenó la gradual recuperación que había exhibido en los meses anteriores, permaneciendo por debajo del nivel reportado en febrero de 2020. A su interior, el consumo de bienes importados mantuvo una trayectoria al alza y el de bienes de origen nacional retrocedió por segundo mes consecutivo, al tiempo que el consumo de servicios continuó recuperándose de manera gradual. Por su parte, en junio la inversión fija bruta acentuó la debilidad exhibida en los meses recientes. El componente de gasto en maquinaria y equipo hiló tres meses con caídas consecutivas, si bien se mantuvo por arriba del nivel observado en febrero de 2020, en tanto que el gasto de inversión en construcción mostró una incipiente tendencia a la baja.

Por el lado de la producción, en julio la actividad industrial revirtió las disminuciones de mayo y junio (Gráfica 14). El desempeño de la actividad industrial en ese mes estuvo impulsado por el agregado de manufacturas que excluye al equipo de transporte, toda vez que este último siguió enfrentando afectaciones por la escasez de algunos insumos. A su vez, tanto la construcción como la minería exhibieron debilidad (Gráfica 15). Por su parte, en julio las actividades terciarias mantuvieron heterogeneidad en el desempeño de sus subsectores. En particular, se presentaron alzas en los servicios de esparcimiento y otros servicios; en el comercio; en los servicios de alojamiento temporal y de preparación de alimentos y bebidas; y en los servicios educativos y de salud. Por el contrario, registraron retrocesos los servicios financieros e inmobiliarios; los servicios de transporte e

información en medios masivos; y los servicios profesionales, corporativos y de apoyo a los negocios. Cabe destacar que la caída de estos últimos se dio en el contexto de transición al nuevo régimen de subcontratación.

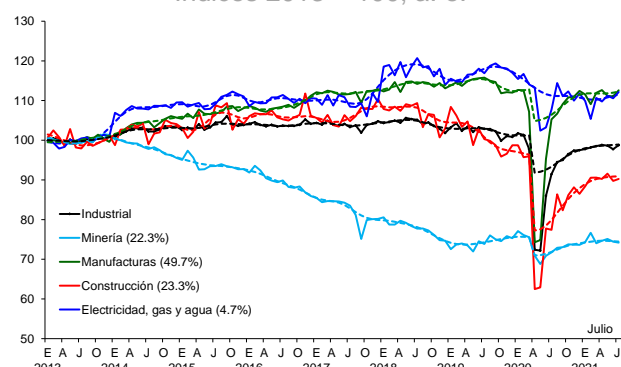
Gráfica 14
Indicador Global de la Actividad Económica
Índices 2013 = 100, a. e.



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

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

Gráfica 15
Actividad Industrial ^{1/}
Índices 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/ Las cifras entre paréntesis corresponden a su participación en el total en 2013.

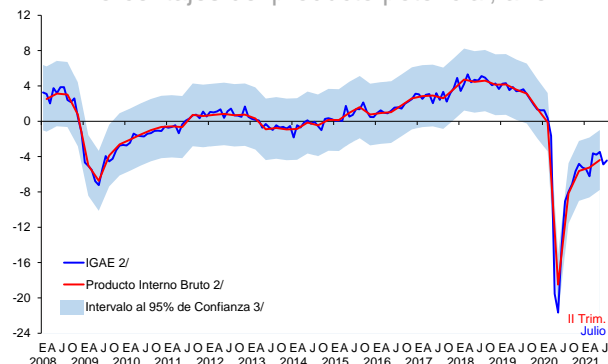
Fuente: Sistema de Cuentas Nacionales de México (SCNM), INEGI.

En cuanto a la posición cíclica de la economía, la información disponible sugiere que a principios del tercer trimestre de 2021 las condiciones de holgura para la economía en su conjunto se mantuvieron amplias (Gráfica 16) y con marcadas diferencias entre sectores. En agosto, los indicadores del mercado laboral exhibieron cierta debilidad. En particular, la tasa de participación laboral disminuyó en el margen y la razón de ocupación a población en edad de trabajar se mantuvo en un nivel similar al del mes previo, al tiempo que la tasa de desocupación

nacional también fue similar a la de julio y la de desocupación urbana se redujo (Gráfica 17). A su vez, en agosto la creación de puestos de trabajo afiliados al IMSS continuó recuperándose, aunque permaneció alrededor de 192 mil plazas por debajo del nivel reportado previo a la emergencia sanitaria. Finalmente, en julio el costo unitario de la mano de obra en el sector manufacturero registró un nivel similar al de meses previos (Gráfica 18).

Gráfica 16
Estimaciones de la Brecha del Producto ^{1/}
Sin Industria Petrolera ^{4/}

Porcentajes del producto potencial, a. e.



a.e. / Elaboración a partir de cifras con ajuste estacional.

1/ Estimadas con el filtro de Hodrick-Prescott con corrección de colas; ver Banco de México (2009), "Informe sobre la Inflación, Abril-Junio 2009", pág.74.

2/ Cifras del PIB al segundo trimestre de 2021 y del IGAE a julio de 2021.

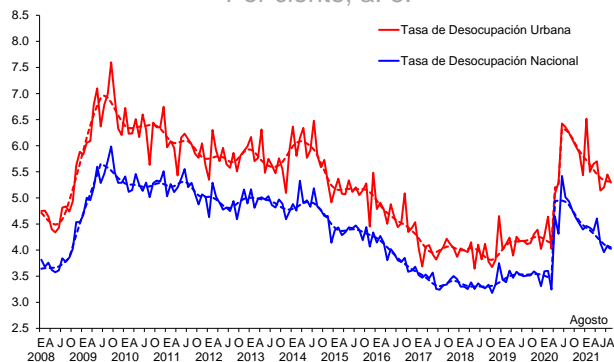
3/ Intervalo de confianza de la brecha del producto calculado con un método de componentes no observados.

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 de Banco de México con información del INEGI.

Gráfica 17
Tasa de Desocupación Nacional y Tasa de Desocupación Urbana

Por ciento, a. e.

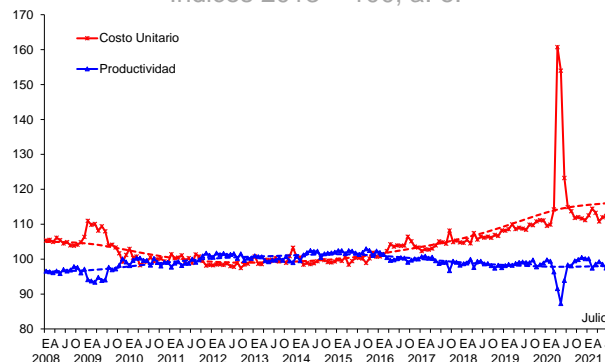


a.e. / Serie con ajuste estacional y serie de tendencia. La primera se representa con la línea sólida y la segunda con la punteada.

Fuente: Elaboración de Banco de México con información de la ENOE, ETOE (de abril a junio de 2020) y ENOE nueva edición (ENOE^N) (de julio en adelante).

Gráfica 18
Productividad y Costo Unitario de la Mano de Obra en el Sector Manufacturero ^{1/}

Índices 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/ Productividad con base en las horas trabajadas.

Fuente: Elaboración de Banco de México a partir de información desestacionalizada de la Encuesta Mensual de la Industria Manufacturera y de los indicadores de la actividad industrial del Sistema de Cuentas Nacionales de México, INEGI.

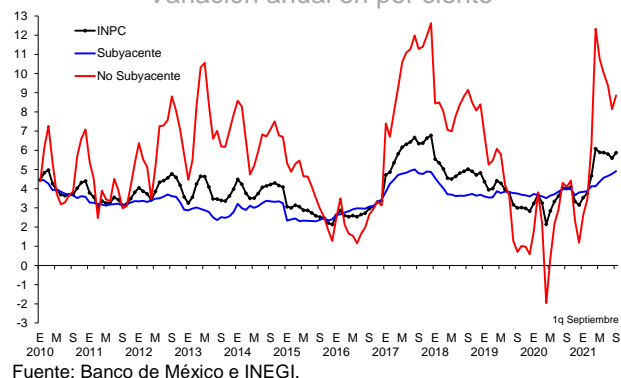
En julio de 2021, el financiamiento interno a las empresas moderó su contracción en términos reales a tasa anual. Lo anterior se explica por una menor reducción del crédito bancario tanto para las empresas grandes, como para las de menor tamaño. Destaca que la demanda de crédito de las empresas muestra en el margen una incipiente recuperación, si bien sigue ubicándose en niveles bajos. Asimismo, las condiciones de otorgamiento para las empresas en general continuaron siendo estrechas respecto del inicio de la pandemia, aunque estas no han presentado restricciones adicionales en lo que va del año. En tanto, las emisiones netas de deuda corporativa en el mercado interno siguieron mostrando un bajo dinamismo, extendiendo la atonía que viene presentándose desde el primer trimestre del año. En cuanto al crédito a los hogares, la cartera de vivienda siguió creciendo con dinamismo. A su vez, la cartera de crédito bancario vigente al consumo redujo su contracción a tasa anual por cuarto mes consecutivo, lo que se explica principalmente por el mayor dinamismo en el margen del crédito de nómina. Ello, en un contexto caracterizado por una gradual recuperación de la demanda de crédito por parte de los hogares y por condiciones de otorgamiento que no han mostrado estrechamientos adicionales.

Las tasas de interés del crédito bancario a las empresas han seguido la dinámica de la tasa de fondeo bancario. Por su parte, los márgenes de intermediación en general disminuyeron, acercándose a los niveles observados antes de la pandemia. A su vez, las tasas de interés del crédito a la vivienda se mantuvieron en niveles alrededor de sus mínimos históricos. En tanto, en junio las tasas de interés de tarjetas de crédito registraron un nivel similar al observado durante el primer trimestre del año, mientras que las de créditos personales se redujeron ligeramente. Así, los márgenes de intermediación del crédito al consumo continuaron situándose en niveles superiores a los observados antes de la pandemia. Respecto a la calidad de la cartera, en julio el índice de morosidad del crédito a las empresas se redujo y se mantuvo en niveles bajos. El correspondiente al crédito hipotecario también disminuyó, después de la moderada tendencia al alza observada desde noviembre de 2020, e igualmente se mantiene en niveles bajos. Por último, los índices de morosidad de la cartera de consumo, aunque se redujeron por quinto mes consecutivo, permanecieron en niveles elevados.

A.2.3. Comportamiento y perspectivas de la inflación

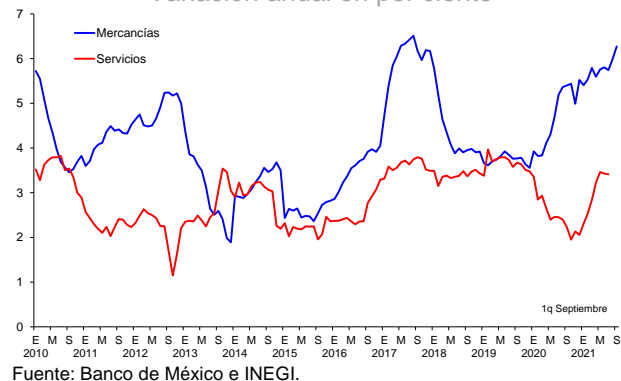
Entre julio y en la primera quincena de septiembre de 2021, la inflación subyacente continuó aumentando, en tanto que la no subyacente se redujo. Así, la inflación general anual se mantuvo elevada, al pasar de 5.81 a 5.87% entre las fechas indicadas (Gráfica 19 y Cuadro 1). El incremento en la inflación subyacente refleja que esta sigue siendo influida por los choques relacionados con la pandemia y que han afectado las cadenas de suministro y los procesos productivos de diversos bienes y servicios. Por su parte, la disminución en la inflación no subyacente estuvo asociada con la menor inflación de los energéticos, resultado de la reducción en el precio del gas L.P. en agosto ante la introducción de la política de precios máximos.

Gráfica 19
Índice Nacional de Precios al Consumidor
Variación anual en por ciento

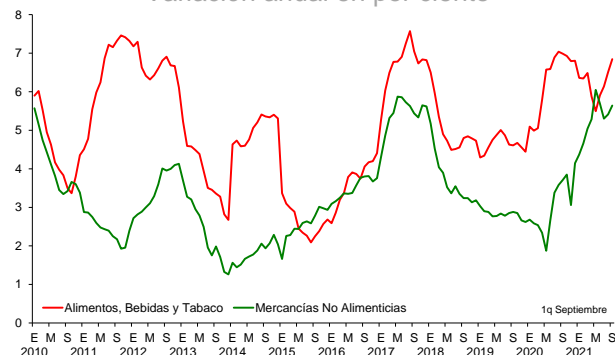


La inflación subyacente anual aumentó de 4.66 a 4.92% entre julio y la primera quincena de septiembre de 2021. A su interior, la variación anual de los precios de las mercancías se incrementó de 5.74 a 6.27%, reflejando los mayores costos de producción que varios procesos productivos enfrentan por choques relacionados con la pandemia (Gráfica 20). En particular, la inflación anual de las mercancías alimenticias pasó de 6.14 a 6.84% en ese lapso, en tanto que la de las no alimenticias aumentó de 5.30 a 5.64% (Gráfica 21). Por su parte, en el periodo considerado, la inflación anual de los servicios se mantuvo relativamente estable, registrando niveles de 3.46 y de 3.41%, respectivamente. En cuanto a sus componentes, la inflación anual del rubro de servicios distintos a educación y vivienda se redujo de 5.17 a 4.74% entre esas fechas, mientras que el de vivienda y el de educación exhibieron incrementos, si bien desde niveles bajos, pasando el primero de 2.09 a 2.25% y el segundo de 1.23 a 2.04%.

Gráfica 20
Subíndice Subyacente de las Mercancías y Servicios
Variación anual en por ciento



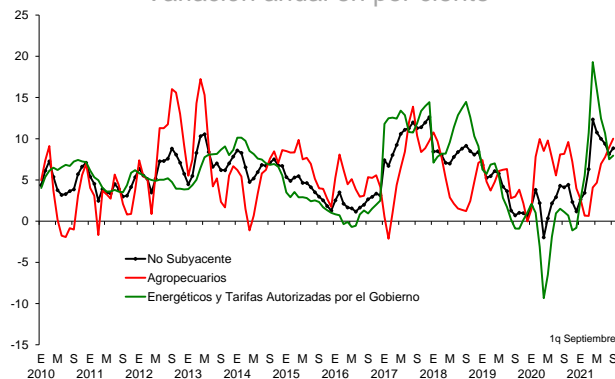
Gráfica 21
Subíndice Subyacente de las Mercancías
Variación anual en por ciento



Fuente: Banco de México e INEGI.

Entre julio y la primera quincena de septiembre de 2021, la inflación no subyacente anual pasó de 9.39 a 8.86% (Gráfica 22 y Cuadro 1). Este resultado se debió a la disminución de 34.97 a 17.61% en la variación anual del precio del gas L.P derivada de la política de precios máximos ya señalada. Lo anterior fue parcialmente compensado por el aumento de 7.77 a 10.01% en la inflación anual de los productos agropecuarios determinado, principalmente, por la mayor variación anual de los precios de las frutas y verduras.

Gráfica 22
Índice de Precios No Subyacente
Variación anual en por ciento



Fuente: Banco de México e INEGI.

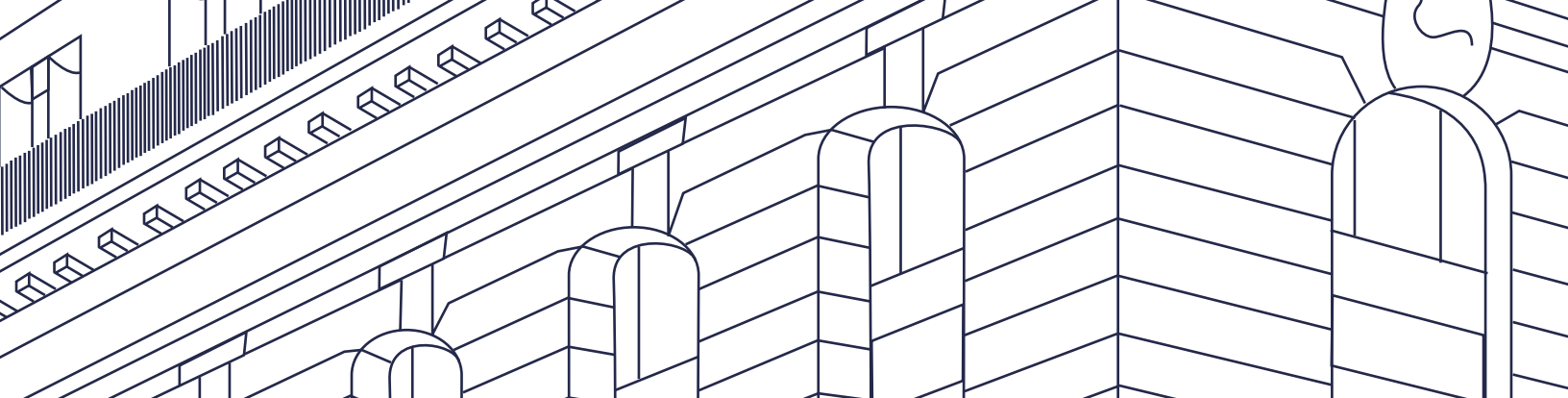
Respecto de las expectativas de inflación provenientes de la encuesta que levanta el Banco de México entre especialistas del sector privado, entre julio y agosto la mediana para la inflación general al cierre de 2021 aumentó de 6.00 a 6.05%, mientras que la correspondiente al componente subyacente pasó de 4.66 a 4.90%. A su vez, las medianas de las expectativas para el cierre de 2022 se ajustaron de 3.67 a 3.75% para la inflación general y de 3.68 a 3.70% para la subyacente. Por su parte, las medianas de las expectativas de la inflación general y la subyacente para el mediano y largo plazos se mantuvieron alrededor de 3.50%. Finalmente, la compensación por inflación y riesgo inflacionario registró un incremento promedio moderado y se mantuvo en niveles elevados, reflejando el comportamiento tanto de las expectativas de inflación como de la prima por riesgo inflacionario.

Considerando las características de los choques que han afectado a la inflación general y subyacente, los pronósticos se revisaron al alza en relación con los publicados previamente y los mayores aumentos corresponden a los de corto plazo. Se prevé que la medición anual de la inflación general y subyacente disminuya especialmente a partir de un año y que converja a la meta de 3% hacia finales del horizonte de pronóstico. Estas previsiones están sujetas a riesgos y choques adicionales. Al alza: i) presiones inflacionarias externas; ii) presiones de costos; iii) persistencia en la inflación subyacente; iv) depreciación cambiaria; y v) aumentos de precios agropecuarios. A la baja: i) ampliación de la brecha negativa del producto; ii) mayor distanciamiento social; y iii) apreciación cambiaria. El balance de riesgos respecto a la trayectoria prevista para la inflación en el horizonte de pronóstico es al alza.

Cuadro 1
Índice Nacional de Precios al Consumidor y Componentes
Variación anual en por ciento

Concepto	Julio 2021	Agosto 2021	1q Septiembre 2021
INPC	5.81	5.59	5.87
Subyacente	4.66	4.78	4.92
Mercancías	5.74	5.99	6.27
Alimentos, Bebidas y Tabaco	6.14	6.51	6.84
Mercancías No Alimenticias	5.30	5.41	5.64
Servicios	3.46	3.43	3.41
Vivienda	2.09	2.17	2.25
Educación (Colegiaturas)	1.23	1.92	2.04
Otros Servicios	5.17	4.87	4.74
No Subyacente	9.39	8.14	8.86
Agropecuarios	7.77	8.95	10.01
Frutas y Verduras	4.99	5.94	8.70
Pecuarios	10.08	11.54	11.15
Energéticos y Tarifas Aut. por Gobierno	10.67	7.50	7.95
Energéticos	14.41	10.07	10.77
Tarifas Autorizadas por Gobierno	2.57	1.99	1.89

Fuente: INEGI.



BANCO DE MÉXICO®

Documento publicado el 14 de octubre de 2021

