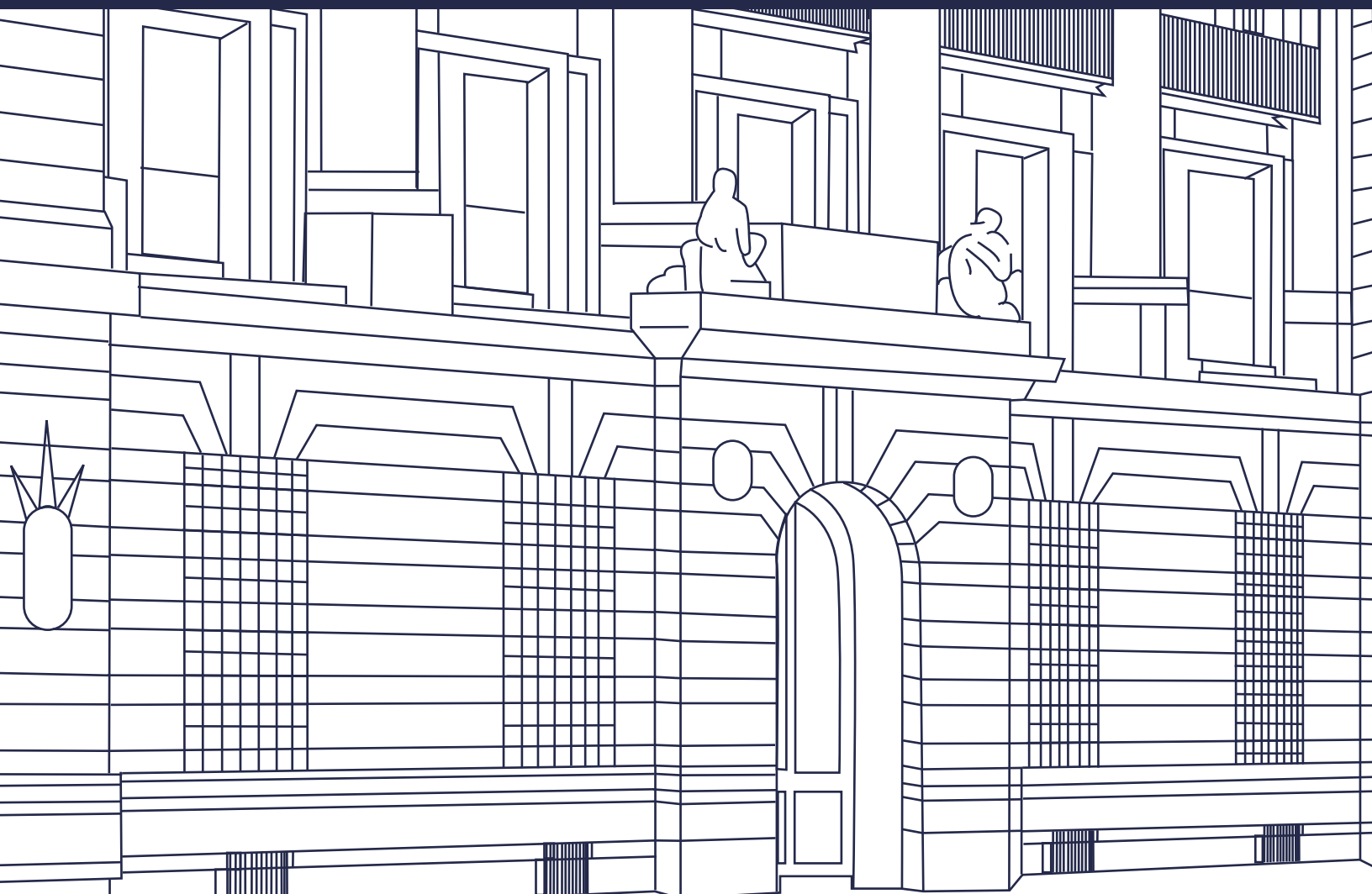




BANCO DE MÉXICO®

Minuta número 86

Reunión de la Junta de Gobierno del Banco de México, con motivo de la
decisión de política monetaria anunciada el 12 de agosto 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: 11 de agosto 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

Todos mencionaron que la actividad económica global continuó recuperándose, y la mayoría destacó la heterogeneidad entre países debido a la disponibilidad de vacunas, a la evolución de la pandemia y a los estímulos al gasto. Uno detalló que algunos indicadores adelantados sugieren una moderación de la tasa de crecimiento. Consideró que la recuperación debe tomarse con cautela y agregó que el FMI anunció una asignación de Derechos Especiales de Giro por 650 mil millones de dólares para los países miembros. **Otro** subrayó que la recuperación sigue siendo incompleta, señalando que las cifras de empleo continúan, en general, por debajo de sus niveles previos a la pandemia.

Algunos comentaron que para 2021 se prevé el mayor crecimiento para la economía global de las últimas cinco décadas. Subrayaron que se ajustaron al alza las expectativas de crecimiento para las economías avanzadas y a la baja para las emergentes, debido a diferencias en la evolución de la pandemia y en el espacio para proporcionar estímulos al gasto. **Uno** destacó el cuantioso estímulo fiscal aprobado en Estados Unidos. **La**

mayoría señaló como riesgos para la economía global los asociados a la propagación de la variante Delta. Uno mencionó que las economías menos desarrolladas o más intensivas en mano de obra siguen siendo las más vulnerables. Añadió como riesgos en el corto plazo la posible terminación abrupta de los estímulos monetarios ante los persistentes aumentos en la inflación y el subsecuente apretamiento en las condiciones financieras internacionales, así como riesgos crediticios dados los elevados niveles de endeudamiento gubernamental y corporativo.

Todos comentaron que la inflación global siguió aumentando, y la mayoría destacó que en diversas economías esta ya se ubica por encima de los objetivos de sus bancos centrales. Algunos enfatizaron que en Estados Unidos la inflación anual se encuentra arriba de 5%. **Uno** indicó que las expectativas de inflación para dicha economía han aumentado y que la compensación por inflación a diez años rebasa la meta de 2%.

Entre los factores que están influyendo sobre la inflación a nivel global, la mayoría enfatizó las presiones sobre los precios de las materias primas, así como la falta de insumos, problemas logísticos y un desfase temporal entre oferta y demanda que ha ocasionado afectaciones en las cadenas de producción. Algunos agregaron la reactivación de la economía mundial y los estímulos al gasto. **Uno** mencionó las distorsiones en el mercado laboral y **otro**, factores climatológicos, tales como sequías. **Algunos** destacaron que organismos internacionales, bancos centrales y analistas coinciden en que los factores que están afectando a la inflación son transitorios. **Uno** comentó que las expectativas de inflación de mediano y largo plazos se mantienen ancladas, lo que implica que se anticipa que las presiones sean transitorias. **Otro** agregó, como evidencia de que las presiones inflacionarias son transitorias, que la dinámica del mercado laboral se mantiene por debajo de los niveles previos a la pandemia y la caída en la tasa de participación laboral. Consideró que los factores que están presionando a la inflación no pueden operar indefinidamente y que se contraponen con los determinantes estructurales de la inflación, como la globalización y el cambio tecnológico. Agregó que la mayoría de las autoridades monetarias a nivel internacional han optado por comunicar la naturaleza de las presiones inflacionarias y sus perspectivas de política monetaria, para contribuir a la formación de expectativas propicias para la convergencia

paulatina de la inflación durante el próximo año. **Uno** argumentó que se anticipa que conforme avance el proceso de normalización económica, aumente la producción mundial de materiales e insumos, se restablezcan las cadenas globales de valor y comiencen a ceder las presiones sobre los precios. **Otro** señaló que la economía global pasó de un cierre abrupto de actividades, que llevó a las empresas a compactarse, a un escenario de expansión vigorosa del gasto, con una recuperación irregular y con significativas afectaciones en la producción. Destacó la desaceleración reciente en la producción industrial, especialmente en aquellos sectores manufactureros con una cadena de suministro muy extendida, lo cual ha propiciado múltiples cuellos de botella en la producción y afectaciones en precios. Agregó que las disrupciones ocasionadas por la pandemia son muy distintas a las observadas en otras crisis, lo que ha complicado identificar sus efectos de corto y mediano plazos. Mencionó que las previsiones de actividad, inflación y morosidad no han capturado adecuadamente los efectos de la pandemia y los retos de la coyuntura actual.

La mayoría resaltó que los bancos centrales de economías avanzadas mantuvieron su estímulo monetario. Algunos opinaron que las posturas acomodaticias son reflejo de que dichas instituciones consideran que las presiones sobre los precios son transitorias. **La mayoría destacó que la Reserva Federal mantiene una postura acomodaticia, pero con la posibilidad de disminuir próximamente sus compras de activos. Uno** señaló que esta institución anunció que mantendrá el estímulo hasta que se observe un mayor avance en el cumplimiento de sus mandatos. Agregó que, ante diversas declaraciones de sus miembros y en un entorno de alta incertidumbre, los mercados financieros anticipan que la Reserva Federal anuncie la reducción de sus compras de activos este año y que inicie con el incremento de tasas de interés durante 2022 o 2023. **Otro** resaltó la fuerte disminución en la expectativa para la tasa de fondos federales al cierre de 2024, que repercutió en las tasas de largo plazo de economías avanzadas. Ahondó en que la estrategia de comunicación efectiva, sostenida y coherente de la Reserva Federal ha contribuido a que los participantes en el mercado asimilen el tono altamente acomodaticio de su nueva estrategia de política monetaria, permitiendo que las noticias en torno al programa de compras de activos tengan un impacto limitado sobre los mercados financieros. **Algunos** notaron la

importancia de monitorear las decisiones de la Reserva Federal. **Uno** enfatizó que es necesario anticipar adecuadamente cómo evolucionará el equilibrio entre su objetivo de no inhibir la recuperación económica y del mercado laboral con la necesidad de enfrentar presiones inflacionarias no observadas en décadas, así como las dificultades en el manejo de su hoja de balance, lo que podría incidir en un retiro anticipado de su estímulo monetario. **Algunos** agregaron que el Banco Central Europeo anunció un objetivo simétrico de inflación, indicando que esta podría permanecer por encima de 2% por algún tiempo. **Uno** puntualizó que este nuevo paradigma de política monetaria, al que se han sumado la Reserva Federal y el Banco Central Europeo, permitirá que las tasas de interés de economías avanzadas permanezcan en niveles bajos por un periodo más prolongado. **Otro** señaló que, a pesar del compromiso de los bancos centrales de economías avanzadas, excepto Canadá, de mantener posturas acomodaticias por un tiempo prolongado, ante la mayor inflación ha surgido entre analistas la preocupación de que transiten a una postura más restrictiva antes de lo previsto. **Algunos** apuntaron que aquellas economías avanzadas que antes y durante la pandemia observaron niveles de inflación por debajo de sus metas cuentan con más espacio de maniobra y tiempo para comenzar a retirar sus estímulos. **Uno** detalló que en Estados Unidos ello obedece a factores estructurales, incluyendo demográficos, que han contribuido a reducir la inflación, el crecimiento potencial y la tasa de interés neutral, lo que les permite ser más pacientes en retirar el estímulo monetario. Añadió que en dicha economía también se prevé que el crecimiento económico atípicamente elevado sea transitorio, lo cual ha mantenido las tasas reales de interés en niveles reducidos e incluso negativos a lo largo de toda curva de rendimientos. **Otro** argumentó que aquellas economías que durante la crisis sanitaria registraron inflaciones consistentemente por encima de sus metas enfrentan mayores restricciones y deben actuar de manera rápida y contundente para lograr la convergencia de la inflación a sus metas y preservar su credibilidad. **Uno** comentó que este entorno de ajuste gradual, y de recuperación económica heterogénea y con mayores presiones inflacionarias, implica retos y riesgos considerables que reducen el margen de maniobra de política fiscal y monetaria en las economías emergentes. Destacó que es necesario propiciar un ajuste ordenado y evitar la contaminación de la formación de precios, así como evitar ajustes abruptos de portafolio y salidas de capital.

Algunos señalaron que diversos bancos centrales de economías emergentes han reducido su estímulo monetario. **Uno** destacó que las autoridades monetarias de estas economías han modificado su narrativa para reconocer que las presiones inflacionarias podrían ser más severas y menos transitorias que lo previsto y que incluso algunas autoridades han actuado, o anticipan hacerlo, para prevenir una contaminación en la formación de precios. **Otro** comentó que la mayoría de los bancos centrales de economías emergentes continúan con posturas altamente acomodaticias y con tasas de interés reales negativas. Detalló que, si bien en la mayoría de estas economías se esperan alzas acotadas en las tasas de interés en los próximos 12 meses, para la mayoría de ellas dichos movimientos no cambiarían sustancialmente su postura acomodaticia. Agregó que, en 13 de 16 economías emergentes analizadas, sus tasas esperadas a 12 meses serían iguales o inferiores al nivel actual de la tasa en México, y que solo Brasil y Rusia, que enfrentan problemas idiosincrásicos, tienen tasas mayores a la de México. **Uno** destacó que en una muestra amplia de economías emergentes, México mantiene una de las mayores desviaciones de las inflaciones general y subyacente con respecto a su meta.

Respecto de los mercados financieros internacionales, la mayoría mencionó que las curvas de rendimientos de bonos gubernamentales mostraron un aplanamiento, particularmente en Estados Unidos. Algunos señalaron que los principales índices accionarios registraron incrementos y que en algunos casos alcanzaron máximos históricos. **Uno** comentó que el dólar registró una ligera apreciación. Notó que los mercados financieros de economías emergentes registraron movimientos con sesgo negativo, en tanto que los flujos de capital hacia activos de renta variable presentaron flujos moderados mixtos, mientras que los de renta fija registraron entradas moderadas, principalmente hacia China. Agregó que la preferencia por activos de China continuará imponiendo un reto importante para las demás economías emergentes. **Otro** señaló que para estas economías el entorno global implica los beneficios del dinamismo de la demanda externa, así como los retos de mayores presiones inflacionarias globales, de posibles episodios de volatilidad y de condiciones financieras más apretadas. Añadió que a esto se agregan los riesgos idiosincrásicos de estas economías, los cuales han aumentado tras la pandemia. Opinó que todo lo anterior impone un desafío para la atracción y retención de capital, así como para propiciar un ajuste ordenado del mercado

cambiario y de la curva de rendimientos. Subrayó que es indispensable que dichas economías mantengan una postura macroeconómica sólida y que la política monetaria contribuya a mantener una inflación alrededor de su meta y a contener los aumentos en las primas de riesgo en la curva de rendimientos.

Actividad Económica en México

Todos destacaron que la recuperación económica continuó durante el segundo trimestre. **Uno** señaló que esta ha estado impulsada por el sector terciario a medida que ha ido avanzando el proceso de vacunación. **La mayoría puntualizó que la recuperación sigue siendo débil y heterogénea entre sectores.** **Uno** opinó que el problema sanitario muestra renovadas complicaciones y resaltó que los últimos datos sugieren una desaceleración en junio. **Otro** agregó que la economía se encuentra 2.4% por debajo del nivel previo a la pandemia.

Por el lado de la demanda, la mayoría coincidió en que el consumo siguió recuperándose moderadamente. **Uno** destacó cierta mejoría en la confianza del consumidor y el desempeño favorable de las remesas. Por su parte, **otro** comentó que se observa un rezago importante en el consumo de servicios nacionales. **La mayoría resaltó la debilidad de la inversión durante el segundo trimestre**, si bien **uno** consideró que esta siguió recuperándose de manera moderada. **Otro** señaló que la inversión fija en mayo se encontraba 15% por debajo del nivel máximo alcanzado en años previos. **En cuanto al sector externo, la mayoría destacó la desaceleración de las exportaciones, en particular las manufactureras.** **Uno** atribuyó lo anterior a problemas de abastecimiento de insumos clave, como los semiconductores. **Otro** notó que las exportaciones manufactureras registraron un ligero aumento con respecto al trimestre previo, explicado por incrementos en precios. **Uno** comentó que se prevé que las exportaciones manufactureras seguirán beneficiándose de la recuperación de la demanda externa.

Por el lado de la oferta, la mayoría destacó la heterogeneidad entre sectores, al observarse una reactivación de las actividades terciarias mientras que las secundarias mostraron debilidad. Al respecto, **algunos** señalaron que la producción industrial resintió la escasez de diversos insumos, especialmente en los sectores integrados a las cadenas globales. **Uno** enfatizó el buen desempeño de los servicios de alojamiento y de transporte.

La mayoría coincidió en que el mercado laboral sigue recuperándose. No obstante, consideró que la reactivación del empleo aún es incompleta y que el mercado laboral enfrenta retos importantes. Uno destacó que el conjunto de las personas desocupadas, subocupadas o inactivas como porcentaje de la Población Económicamente Activa (PEA) potencial, se ubica en 26.3%, nivel comparable con el observado durante la crisis financiera de 2009. Otro agregó que en junio el mercado laboral registró el mismo nivel de la tasa de desempleo abierta alternativa que en mayo, la cual se encuentra por encima de los niveles previos a la pandemia. Uno precisó que la tasa de subocupación supera el 12%, nivel cercano al doble de lo que se registra en tiempos normales. Otro detalló que, respecto de los niveles previos a la pandemia, al mes de junio la ocupación formal e informal fue inferior en 700 mil personas, mientras que los afiliados al IMSS fueron inferiores en 400 mil puestos. Uno subrayó que la amplitud de la brecha de desempleo es aún considerable, por lo que es importante tener en cuenta que la recuperación del mercado laboral podría tomar más tiempo ante un eventual aumento de los contagios. Algunos añadieron que los datos desagregados por género refuerzan la perspectiva de una recuperación desigual.

Todos coincidieron en que se prevén condiciones de holgura. Al respecto, la mayoría destacó las marcadas diferencias entre sectores. Algunos mencionaron que, dado el avance registrado en la actividad económica, las condiciones de holgura continuaron estrechándose durante el segundo trimestre. Algunos subrayaron que aún permanecen amplias. Uno detalló que la brecha del producto se mantiene en 4%. Añadió que la recuperación económica aún es incompleta, lo que es evidente al observar los niveles de holgura de diversos sectores del Indicador Global de la Actividad Económica (IGAE). Algunos resaltaron la dificultad de estimar la holgura ante las afectaciones sobre la capacidad productiva. Uno consideró que es probable que la holgura no sea tan amplia debido a que el cierre de negocios y las restricciones de operación implican una capacidad de producción potencial menor.

La mayoría destacó que se prevé que la recuperación económica continúe el resto del año. Uno resaltó que, considerando los avances en el proceso de vacunación y el impulso de la demanda externa, se espera un aumento en las previsiones de crecimiento para 2021. Otro señaló que la confianza del consumidor, la masa salarial, las ventas de vehículos ligeros y las ventas de la ANTAD

han comenzado a desacelerarse, lo que podría indicar una moderación del crecimiento en el segundo semestre de 2021. Destacó que las afectaciones al sector industrial podrían incidir en más de un punto porcentual del PIB si dichos problemas se extienden hasta finales de año. Uno enfatizó que es necesario estar atentos a que la recuperación mantenga su ritmo más allá del efecto rebote, ya que durante junio la actividad pudo haberse desacelerado significativamente. Agregó que se observa un repunte en los contagios y si bien es poco probable que se restrinja nuevamente la movilidad, es posible que se alargue el proceso de reapertura.

Inflación en México

Todos coincidieron en que la inflación global y las afectaciones en las cadenas de suministro y en los procesos productivos de diversos bienes y servicios han presionado a las inflaciones general y subyacente. Algunos destacaron las presiones inflacionarias provenientes de Estados Unidos. Uno subrayó que, si bien la inflación ha seguido la trayectoria alcista mundial, parece tener una dinámica más acentuada y generalizada. Agregó que algunos análisis muestran que desde el inicio de la pandemia la incidencia del factor global en la inflación subyacente ha sido negativa, mientras que la del componente idiosincrásico ha sido positiva. Otro resaltó el incremento reciente en los precios de insumos intermedios para las actividades secundarias. Uno indicó que durante 2021 han predominado las afectaciones mencionadas y la falta de flexibilidad en la producción, lo que ha propiciado una menor resiliencia y capacidad de la oferta para absorber una mayor demanda sin presionar los precios. Agregó que el entorno actual ha sido propenso para que la inflación haya registrado múltiples choques. Otro comentó que las contribuciones de los precios de las importaciones parecen explicar en mayor medida la variación de la inflación subyacente, y que, dada la integración económica de México con el mundo, la inflación global puede ser una limitante importante para el desempeño de la inflación local, en especial si su principal socio comercial registra tasas de inflación elevadas. Algunos mencionaron que la inflación también ha aumentado debido a cambios en los patrones de consumo de los hogares y a que, luego de un descenso importante en 2020, algunos precios se encuentren en un proceso de recuperación ante la gradual reapertura. Uno añadió que algunos genéricos han sido afectados por temas

multifactoriales relacionados a condiciones climatológicas y factores externos.

La mayoría mencionó que en julio la inflación general anual fue de 5.81%, mientras que la subyacente fue de 4.66%. Apuntó que la inflación se ha mantenido varios meses por encima del objetivo del Banco Central. En este contexto, **algunos** alertaron que la inflación se encuentra en niveles históricamente altos. **Algunos** destacaron que en los últimos seis meses en la canasta del INPC más del 50% de los componentes han presentado variaciones mensuales anualizadas ajustadas por estacionalidad mayores al 4%. **Algunos** señalaron la reducción de la inflación general en julio respecto de los meses previos. **Uno** detalló que ello se derivó de una menor incidencia de la inflación no subyacente, que fue compensada parcialmente por una mayor incidencia de la subyacente. **Otro** opinó que los nuevos choques han dominado la dinámica inflacionaria, compensando las reducciones derivadas por efectos aritméticos. También apuntó que la holgura ha tenido un efecto decreciente para contener la inflación.

Respecto de la inflación subyacente, la mayoría señaló que esta muestra una tendencia ascendente debido a la recuperación en la demanda por servicios y a presiones adicionales en las mercancías. **Algunos** subrayaron que más del 50% de los componentes de la canasta de la inflación subyacente han registrado variaciones mayores a 4% en los últimos tres meses. **Uno** comentó que según un análisis del proceso inflacionario las presiones al componente subyacente han tendido a intensificarse, aun descontando el efecto base de comparación. Detalló que los promedios móviles de la inflación de las mercancías se encuentran por encima de 6%, a pesar de un entorno relativamente benigno en el mercado cambiario. **Otro** subrayó que lo anterior ocurre especialmente en los precios de dicho subíndice que son más susceptibles a presiones cambiarias y a incrementos en energéticos. Destacó que las tasas de inflación subyacente de mayo, junio y julio fueron las más elevadas para meses similares desde 1999. Además, agregó que las tasas mensuales anualizadas de la inflación de los alimentos procesados han registrado niveles alrededor de 10% en cada uno de los tres últimos meses. **Uno** destacó que, dentro del componente subyacente, en julio más del 70% de los precios de la canasta de las mercancías tuvieron una variación mayor a 4%. **Algunos** indicaron que el componente no subyacente disminuyó, apoyado por el descenso en los precios de los energéticos, el cual fue

contrarrestado parcialmente por mayores variaciones en los precios agropecuarios.

La mayoría señaló que las expectativas de las inflaciones general y subyacente para el cierre de 2021 volvieron a incrementarse y destacó el incremento en las expectativas para 2022. **Algunos** apuntaron que las expectativas de mediano plazo se incrementaron. **Otros** señalaron que estas se mantienen ancladas. **Uno** comentó que estas últimas están relativamente contenidas en niveles superiores a la meta y que esta perspectiva es condicional a la expectativa de aumentos en la tasa de referencia, que se espera que llegue a 5% al cierre de 2021 y a 5.4% al cierre de 2022. También notó que las perspectivas empresariales señalan problemas de suministro de insumos y un aumento en las expectativas de inflación para los próximos 12 meses. **Otro** advirtió que el incremento en las expectativas de corto y mediano plazos conlleva el riesgo de un contagio en las de mayor plazo y su anclaje. Consideró preocupante que las expectativas de inflación subyacente continúen deteriorándose y se encuentren por encima de la cota superior del rango de variabilidad. Agregó que ahora hay una mayor probabilidad de alcanzar niveles de inflación por encima de 6% para la general y por arriba de 5% para la subyacente al cierre del año. Destacó que la media y mediana de las expectativas de la inflación subyacente se mantienen por encima de 3.5% hasta 2023. Por su parte, **uno** apuntó que las expectativas de inflación de mediano y largo plazos permanecen bien ancladas y que las derivadas de instrumentos de mercado para el promedio de 6 a 10 años están por debajo de 3%. **Otro** agregó que en lo que va del año hubo dos ajustes importantes en dichas expectativas, el primero en marzo como consecuencia del incremento en la inflación observada y el segundo en junio, después de la decisión de política monetaria. **Uno** opinó que estas expectativas han aumentado menos que en episodios previos de choques de oferta. **Otro** resaltó el aumento en la compensación por inflación y riesgo inflacionario. Añadió que las expectativas de largo plazo se mantienen ancladas desde hace tiempo en niveles por encima de la meta. Opinó que han permanecido estables durante episodios de choques severos. Consideró que la resiliencia de estas expectativas es resultado de la credibilidad del Banco de México, el cual ha señalado de manera firme y consistente que tomará las acciones a su alcance para lograr la convergencia de la inflación a la meta. **Uno** sostuvo que las expectativas de corto plazo han venido incrementándose desde el anuncio de la decisión anterior de política monetaria.

La mayoría señaló que las actualizaciones de las trayectorias esperadas para las inflaciones general y subyacente son más elevadas que las publicadas en el último Informe Trimestral.

Algunos agregaron que ahora se prevé que la convergencia a la meta ocurra en el primer trimestre de 2023. **Uno** recordó que en la decisión de junio se había revisado al alza la trayectoria de inflación manteniendo, desde su punto de vista, cierto escepticismo de que dicha convergencia se alcanzara en el plazo propuesto en esa ocasión. Ahora, ante los choques adicionales con niveles de inflación no observados en mucho tiempo se han revisado nuevamente al alza las proyecciones y se ha pospuesto su convergencia dentro del horizonte de pronóstico. **Otro** detalló que la actualización más reciente de los pronósticos con respecto a lo publicado en el Informe Trimestral Enero-Marzo 2021, presenta aumentos de 90 puntos base para la inflación general en el cuarto trimestre de 2021 y el segundo trimestre de 2022 y de 30 puntos base en el cuarto trimestre de 2022. Añadió que el pronóstico de inflación subyacente aumentó en 110 puntos base en el cuarto trimestre de 2021 y en el segundo de 2022, y en 10 puntos base en el cuarto trimestre de 2022. Asimismo, notó que dichas previsiones suponen condiciones monetarias menos acomodaticias en el horizonte de pronóstico.

La mayoría apuntó que las presiones sobre la inflación están asociadas a choques que se espera sean transitorios. No obstante, mencionó el riesgo de que la formación de precios se vea afectada. **Uno** opinó que podemos enfrentar choques que pueden resultar en un eslabonamiento con presiones constantes en precios de duración indeterminada. Pese a que éstos se pueden digerir, tenemos que estar atentos a que no contaminen la formación de precios. Mencionó que el adjetivo transitorio manda un mensaje difuso sobre la trayectoria esperada de la inflación. Añadió que tanto los nuevos choques de oferta, como la carencia de insumos para la producción, podrían durar más de lo anticipado y que existen presiones vinculadas al proceso de reapertura, como el incremento en los precios de los servicios. Advirtió que dichos choques parecen tener efectos generalizados, más que focalizados a unos cuantos bienes. **Otro** destacó que existen varios genéricos que se han visto afectados por la pandemia y por factores coyunturales y opinó que dichas afectaciones serán transitorias a pesar de la incertidumbre sobre su duración. **Uno** indicó que la elevada inflación se explica por tres fenómenos de naturaleza transitoria que no deberían ser motivo de preocupación: i) la reversión de los precios a su tendencia ante la

reapertura, lo que explica que temporalmente se registren tasas de inflación elevadas; ii) los choques globales que llevan a incrementos en los precios internacionales de materias primas y de diversos insumos industriales, los cuales han tenido un impacto atípico en un número reducido de productos con una influencia importante sobre la inflación; y iii) el cambio en los patrones de consumo de los hogares y los reajustes en precios relativos. Agregó que en algunos casos los incrementos en precios se revertirán conforme avance la normalización, mientras que en otros se mantendrán, aunque su efecto tenderá a desvanecerse paulatinamente debido a que se trata de aumentos de una sola vez.

Entre los riesgos al alza para la inflación, **algunos** destacaron las presiones inflacionarias externas, especialmente de Estados Unidos. **Uno** afirmó que se prevé que estas presiones continúen afectando a las inflaciones general y subyacente en el segundo semestre del año. **Algunos** agregaron presiones adicionales de costos. **Uno** agregó a lo anterior el riesgo de alta persistencia de la inflación subyacente, una depreciación cambiaria y aumentos en los precios agropecuarios. Comentó que, mientras la pandemia no ceda, es previsible que se presenten nuevas afectaciones sobre los precios. Añadió que, si bien las lluvias han reducido las presiones sobre los precios agropecuarios, Estados Unidos enfrenta una sequía pronunciada, lo que podría afectar los precios en México. **Otro** apuntó que los precios de las materias primas han mostrado mayor estabilidad, por lo que el riesgo de mayores presiones inflacionarias provenientes de esta fuente se ha mitigado. Señaló que el tipo de cambio ha permanecido estable y que no se encuentra presionado por un deterioro de las cuentas externas o de las finanzas públicas, mientras que los precios de los energéticos han alcanzado estabilidad y los del gas incluso han disminuido. Indicó que la economía sigue con amplios niveles de holgura, por lo que no se anticipan presiones de demanda. Añadió que no se prevén riesgos adicionales sobre la inflación más allá de los que ya se materializaron. Respecto de los riesgos a la baja, **algunos** mencionaron los efectos 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.**

Entorno Macrofinanciero

La mayoría destacó la estabilidad de la cotización del peso y su mejor desempeño en comparación con las divisas de otras economías

emergentes. Uno argumentó que las economías emergentes abiertas son muy sensibles tanto a las presiones de inflación global como a las condiciones monetarias y financieras en las economías avanzadas, en particular de Estados Unidos. Opinó que el escenario central incorporado en los mercados financieros es de afectaciones globales en la inflación, y de paciencia en la respuesta de los bancos centrales en las economías avanzadas. Destacó que para las economías emergentes como México, ello implica enfrentar en primera instancia las presiones inflacionarias mundiales y posteriormente la restricción de las condiciones financieras globales, aunque persiste el riesgo de que este ajuste pudiera adelantarse. **Otro** opinó que el buen desempeño del peso mexicano obedeció a los avances en el proceso de vacunación, a la mejoría en la expectativa de crecimiento y a fundamentos macroeconómicos sólidos. **Algunos** notaron el aumento en las tasas de interés, particularmente en las de corto plazo. **Uno** agregó que, en línea con la apreciación cambiaria, las primas de seguro por incumplimiento de México mostraron una mejoría. Detalló que después de la última decisión de política monetaria las tasas a un año se incrementaron hasta en 75 puntos base, muy por encima del incremento de la tasa de referencia. Añadió que, en contraste con lo ocurrido en economías avanzadas, la parte larga de la curva de rendimientos también aumentó, y que el bono a 10 años llegó a incrementarse en más de 30 puntos base por la sobre-reacción a la decisión. **Otro** notó que el eventual proceso de normalización monetaria a nivel global podría tener implicaciones para el tipo de cambio y los flujos de capitales, los cuales podrían presentar mayores salidas a las observadas. **Algunos** señalaron que el mercado accionario registró ganancias.

Uno destacó que una agencia calificadora redujo nuevamente la nota de Pemex, dejándola en perspectiva negativa. Agregó que la calificadora señaló que, a pesar de los apoyos del Gobierno Federal, persiste el riesgo de liquidez ante los importantes requerimientos que enfrentará la empresa debido a sus vencimientos de deuda y destacó las posibles pérdidas operativas que sufriría debido a la expansión de su capacidad de refinación. Consideró que lo anterior muestra el deterioro de su situación financiera y representa un riesgo para las finanzas públicas y el mercado de valores gubernamentales.

La mayoría señaló que el crédito al sector privado sigue teniendo un desempeño desfavorable y resaltó la caída en el crédito a las

empresas. Algunos notaron que ello obedeció a la mayor astringencia en las condiciones de la banca en el otorgamiento de crédito. **Uno** agregó que también responde a menores colocaciones de deuda. **Otro** detalló que el crédito a PyMEs se contrajo y que no muestra señales de mejoría. **Algunos** observaron que el crédito al consumo siguió disminuyendo y que el hipotecario ha crecido a un ritmo más moderado. **Uno** indicó que en algunos sectores el crédito ha caído en más de 20% respecto de los niveles previos a la pandemia y que se observa una contracción, incluso en sectores que no experimentaron una recesión. **Otro** destacó que, en el segundo trimestre, las fuentes totales de financiamiento registraron una disminución por primera vez desde el inicio de la pandemia, después de haber alcanzado flujos anuales crecientes y elevados. Añadió que ello se explica por la caída en las fuentes internas. **Uno** opinó que lo anterior es preocupante, dada la relevancia del crédito para la recuperación, y que sería deseable evitar un estrechamiento prematuro y contraproducente de las condiciones financieras ante la frágil recuperación.

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, ello puede implicar un riesgo para la formación de precios. Por ello, consideró necesario reforzar la postura monetaria, incrementando en 25 puntos base el objetivo para la Tasa de Interés Interbancaria a un día a un nivel de 4.50%, para evitar afectaciones en las expectativas de inflación y propiciar un ajuste ordenado de precios relativos. Destacó que, en las siguientes decisiones de política monetaria, la Junta de Gobierno evaluará los factores que inciden en la inflación, en su trayectoria prevista en el horizonte de pronóstico y en sus expectativas. Esto a fin de que la tasa de referencia sea congruente con la convergencia ordenada y sostenida de la inflación general a la meta de 3% en el plazo en el que opera la política monetaria, así como propiciar un ajuste adecuado de la economía y de los mercados financieros.

Un miembro notó que, ante la decisión sorpresiva de junio, se dio un fuerte ajuste en el nivel esperado por el mercado y analistas para la tasa de interés al cierre de año. Opinó que ello no es consistente con los pronósticos del Banco, ni con la comunicación emitida sobre el reforzamiento de la política monetaria por el que optó la mayoría de la Junta en

la decisión previa. Argumentó que acercar la tasa de política a los niveles previstos por analistas y el mercado puede implicar un mayor estrechamiento de las condiciones financieras del requerido. Destacó que, aunque dicho aumento parecería dejar a la tasa en su nivel neutral, actualmente no hay certeza de que dicho nivel haya cambiado debido a la pandemia. Agregó que el límite inferior del rango estimado para la tasa neutral podría sugerir detener los aumentos antes de alcanzar los niveles que el mercado espera al cierre de año. Señaló que validar un ciclo alcista pretendería contener presiones inflacionarias sobre fuentes que no necesariamente son monetarias, por lo que su éxito requeriría de la contracción de precios cuya inflación ya está dentro del objetivo, o que atraviesan por un proceso de recuperación. Opinó que la mejor contribución del Banco de México es mantener ancladas las expectativas de inflación, para lo cual no solo se cuenta con la tasa de referencia, que es el instrumento idóneo, sino que también cuenta con su comunicación, que debe tener un papel preponderante en tiempos de incertidumbre, ante los cuales debe mantenerse una postura monetaria oportuna, gradual y prudente. Indicó que sigue siendo relevante notar que el declive de la inflación puede sincronizarse con el propio horizonte en el que opera la política monetaria, provocando que el mecanismo de incidencia de la postura opere justo en el momento que tendría menos utilidad. Argumentó que, hacia delante, el Banco de México debe estar atento a la evolución de los precios de las materias primas, al anuncio en la reducción de la compra de activos de la Reserva Federal y a las condiciones de operación de los mercados.

Otro miembro sostuvo que, dado el amplio consenso sobre el carácter transitorio del aumento en la inflación, mantener la tasa de referencia sin cambios no pondría en riesgo el proceso de convergencia. Destacó que las decisiones y comunicación del banco central afectan las creencias sobre la evolución de la inflación y las decisiones sorpresivas afectan sus expectativas. Sostuvo que debe explicarse el origen de la inflación observada, reiterando su carácter transitorio, lo que daría una señal de tranquilidad. Resaltó que esta política sería similar a la usada por otros bancos centrales y a la que utilizó el Banco de México ante los choques de oferta de 2012. Agregó que una pausa permitiría seguir otorgando un estímulo a la actividad económica. Indicó que no es recomendable que los bancos centrales respondan a choques de oferta pues no pueden incidir en ellos directamente. Apuntó que un incremento de la tasa de interés tiene un impacto generalizado y negativo sobre la

inversión, el consumo, el empleo, el crédito y las finanzas públicas. Mencionó que previo a la consolidación del anclaje de las expectativas, era lógico responder a choques de oferta. Sin embargo, las acciones del Banco de México permitieron el anclaje de las expectativas y a partir del episodio de 2012, ya no fue necesario incrementar la tasa, ya que el control de la inflación y sus expectativas se logró con una comunicación efectiva y congruente. En el episodio de 2017 aumentó fuertemente el precio de las gasolinas, en un contexto de depreciación cambiaria y de cuentas externas y fiscales deterioradas. Destacó que el cambio de política de precios funcionó como un mecanismo de coordinación, que afectó las expectativas. Agregó que en la actual coyuntura los precios de la gasolina y el tipo de cambio están estables, hay disciplina fiscal, superávit comercial y las expectativas de inflación de mayor plazo están ancladas. Notó que las condiciones actuales son más parecidas al episodio de 2012 que al de 2017, y que la respuesta de política también debería serlo. Consideró que no es conveniente adelantar lo que podría interpretarse como un ciclo de normalización de tasas. Mencionó que se espera que la Reserva Federal comience su proceso de normalización hacia mediados de 2023, por lo que cerrar la posición relativa de forma prematura y llevar la tasa de interés local a terreno neutral con premura podría afectar la estabilidad macroeconómica y financiera futura.

Un miembro señaló que con una brecha de inflación de tres puntos porcentuales, si no se aumenta la tasa de referencia no habría convergencia en el horizonte previsto. Destacó que los avances en la actividad económica sugieren que habría menos holgura, lo cual abre la posibilidad de reforzar la postura monetaria sin ampliarla. Además, dado que persiste el problema de medición en los indicadores económicos la brecha de producto pudiera ser menor que la estimada, con lo que la propuesta de subir la tasa de referencia de política monetaria se hace más firme. Detalló que una tasa de referencia en 4.50% aún es una postura expansiva y se ubica por debajo de las inflaciones general y subyacente. Consideró que a estos niveles la tasa real ex post se mantendrá negativa hasta 2022 y que la tasa ex ante permanecería en niveles muy bajos. Notó que la política monetaria no puede atacar directamente los choques de oferta, pero que se debe reaccionar ante choques inflacionarios independientemente de su naturaleza, para evitar efectos de segundo orden. Un ajuste preventivo refuerza la expectativa de que dichos efectos no serán tolerados. Expresó que uno de los principales canales de transmisión es el de expectativas, y que no debe generarse una imagen

de complacencia. Argumentó que el éxito del régimen de inflación por objetivos obedece a que los bancos centrales no sacrifican el objetivo inflacionario para alcanzar metas de crecimiento de corto plazo. Resaltó que debe escogerse una trayectoria de tasa que minimice las brechas de inflación y del producto. Apuntó que una trayectoria óptima gira en torno a la expectativa de que la política monetaria en el largo plazo mantendrá una inflación estable y cerca de su objetivo. Destacó que deben evitarse sobre-reacciones del mercado en cuanto a que este pudiera anticipar alzas agresivas, por lo que debe enfatizarse que las proyecciones de inflación muestran una postergación de la convergencia a la meta, lo que indica que se necesita un reforzamiento adicional de la postura monetaria, pero que ello no implica necesariamente un ciclo acelerado de alzas. Añadió que el Banco de México debe comunicar efectivamente su función reacción y que su guía de política debe tener claridad en tres aspectos de la trayectoria de la tasa: su direccionalidad, la magnitud de los posibles ajustes y los tiempos de su implementación. Señaló que, dada la holgura, el panorama inflacionario y los choques transitorios, parecería que la nueva postura monetaria podría ser suficiente por el momento y que mayores ajustes a la tasa serán exclusivamente dependientes de los datos.

Otro miembro argumentó que, ante el complejo entorno, es indispensable que el Banco de México actúe de manera oportuna y decidida para refrendar el compromiso con su mandato prioritario. Expresó que, de no hacerlo, se requeriría de ajustes más pronunciados en un futuro, con mayores costos en términos de producción y empleo. Recordó que, si bien las presiones inflacionarias se explican mayormente, aunque no exclusivamente, por choques de oferta, para los cuales la política monetaria tiene un alcance limitado, es indispensable fortalecer el canal de las expectativas, a fin de evitar efectos de segundo orden, que la formación de precios se contamine y que se afecte el anclaje de las mismas. Enfatizó que la acción de política monetaria adoptada, tanto por su magnitud como por el canal en el que opera, no busca solucionar los efectos de los choques de oferta, sino que constituye una señal fundamental que refuerza el compromiso con la convergencia a la meta. Advirtió que ello es el elemento central en un régimen de objetivos de inflación con base en pronósticos, por lo que claudicar en ese compromiso es perder el sentido del mandato. Resaltó que, ante un desempeño aún débil del mercado laboral, de la inversión y del financiamiento interno, y dados los efectos de la pandemia sobre la desigualdad, es de

vital importancia el papel del Banco de México en la consecución de la estabilidad de precios para evitar agravar la situación de la población más vulnerable, que padece en mayor medida los efectos de una inflación elevada.

Un miembro consideró fundamental que el Banco de México muestre y refuerce su compromiso con el cumplimiento de su mandato constitucional de proteger el poder adquisitivo de la moneda nacional. Señaló que ello es especialmente importante al considerar las revisiones significativas al alza en los pronósticos de las inflaciones general y subyacente y que las perspectivas para la actividad económica muestran un ritmo de crecimiento acelerado y que posiblemente se revisen al alza. Destacó que desde que el objetivo para la tasa de interés interbancaria es el instrumento de política monetaria, este ha sido inferior a la inflación subyacente solo en tres ocasiones: i) en 2009 durante la crisis financiera global, cuando la inflación subyacente seguía una trayectoria descendente acelerada; ii) en 2014 cuando la inflación subyacente era cercana a la meta; y iii) de marzo a julio de 2021, periodo en que la inflación subyacente registra más de cinco meses al alza y con una desviación considerable respecto de la meta. Manifestó que conservar una postura monetaria marcadamente acomodaticia, tolerando niveles de inflación elevados y muy superiores a la meta, puede propiciar un desanclaje en la formación de precios y erosionar la credibilidad del Banco de México, así como presionar las primas de riesgo inflacionario, aumentando el costo financiero de todos los agentes en la economía, en detrimento de un proceso de recuperación sostenido. Argumentó que si bien se prevé que los choques que han afectado a la inflación sean transitorios, considerando la simultaneidad, magnitud y el horizonte de tiempo en el que han afectado a las inflaciones general y subyacente, así como los altos niveles que han alcanzado, se corre el riesgo de que la formación de precios se vea afectada. Por ello es necesario reforzar la postura monetaria a fin de mantener ancladas las expectativas de inflación de mediano y largo plazos y propiciar una tendencia decreciente de la inflación hacia su meta.

Algunos notaron que la decisión del Banco de México de hacer públicos los pronósticos de inflación, mejora el canal de comunicación del Banco de México. **Uno** agregó que esto es un ejercicio de transparencia y de rendición de cuentas que pone a la Institución a la vanguardia en la comunicación.

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 un riesgo para la formación de precios. Por ello, se consideró necesario reforzar la postura monetaria a fin de evitar afectaciones en las expectativas de inflación y propiciar un ajuste ordenado de precios relativos y la convergencia de la inflación a la meta de 3%. 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 4.50%.

En las siguientes decisiones de política monetaria la Junta de Gobierno evaluará los factores que inciden en la inflación, en su trayectoria prevista en el horizonte de pronóstico y en sus expectativas. Esto a fin de que la tasa de referencia sea congruente con la convergencia ordenada y sostenida de la inflación general a la meta de 3% en el plazo en el que opera la política monetaria, así como propiciar un ajuste adecuado de la economía y de los mercados financieros.

4. VOTACIÓN

Alejandro Díaz de León Carrillo, 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 4.50%. Galia Borja Gómez y Gerardo Esquivel Hernández votaron a favor de mantener el objetivo para la Tasa de Interés Interbancaria a un día en 4.25%.

5. OPINIONES/VOTOS DISIDENTES

Voto. Galia Borja Gómez

En estos momentos, considero que un alza conduciría a validar las expectativas de la tasa de interés para el cierre de año vinculadas a una comunicación controversial en la decisión de junio. Validar estas, en mi opinión, no clarifica el significado de reforzar la postura monetaria, podría conducirnos a una inconsistencia dinámica en futuras decisiones y puede implicar un estrechamiento mayor al

necesario de las condiciones financieras locales. La inflación, a mi juicio, está siendo afectada principalmente por la inflación global, así como por distorsiones generadas por la pandemia como cuellos de botella, cambios en los patrones de consumo, recuperación de precios, y elementos multifactoriales relacionados a condiciones climáticas. Si bien existe poca certidumbre sobre cuál será su duración por la situación inédita que enfrentamos, sigo considerando que éstas serán de carácter transitorio. En un marco de alta incertidumbre, optar por una postura de decisiones graduales permite establecer una mejor guía de comunicación y evitar confundir un reforzamiento con un ciclo alcista de tasas, toda vez que el término de este reforzamiento puede coincidir con un estrechamiento de las condiciones financieras y monetarias internacionales, en donde probablemente sea necesario contar con mayor espacio en el uso de la política monetaria.

Voto. Gerardo Esquivel Hernández

Existe un amplio consenso en torno al carácter predominantemente transitorio de las presiones inflacionarias que se observan a nivel global. Por ello, y porque un aumento de la tasa de interés no tendría efectos sobre la inflación proveniente de choques de oferta, considero que mantener la tasa no pone en riesgo la convergencia de la inflación hacia su meta. Por el contrario, aumentar nuevamente la tasa de interés podría transmitir la señal incorrecta de que la inflación actual tiene un carácter más permanente, lo que a su vez podría afectar las expectativas de corto y mediano plazo, así como al proceso de formación de precios. Debe recordarse que las decisiones y la comunicación del Banco Central constituyen una señal que afecta las expectativas de los agentes. En ese sentido, considero que la política adecuada en el contexto actual es mantener la tasa y explicar con mayor detalle el origen y las causas de la inflación observada, reiterando el carácter transitorio de la misma. Una estrategia basada en una comunicación cuidadosa y coherente está siendo utilizada por otros bancos centrales en la actual coyuntura y fue utilizada exitosamente por el propio Banco de México en 2012 ante choques de oferta similares.

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

La actividad económica global continuó recuperándose durante el segundo trimestre del año, con heterogeneidad entre países por la disponibilidad de vacunas, la evolución de la pandemia y los estímulos al gasto. La producción industrial a nivel global ha mostrado un menor dinamismo ante las afectaciones a las cadenas globales de suministro, mientras que el sector de servicios ha moderado su ritmo de recuperación (Gráfica 1). La inflación global siguió aumentando considerablemente por presiones en los precios de las materias primas, efectos de base de comparación y por múltiples cuellos de botella en la producción. Así, en la mayoría de las principales economías avanzadas y emergentes, la inflación se ubicó por encima del objetivo de sus bancos centrales.

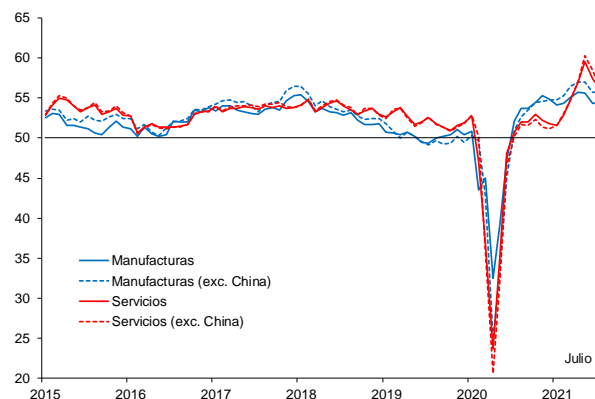
En este entorno, los bancos centrales de las economías avanzadas han mantenido el estímulo monetario, si bien en algunos casos se anunciaron ajustes a la baja en el ritmo de compra de activos y continuaron las discusiones respecto al eventual retiro de los estímulos monetarios, por lo que ya se prevé su disminución. Por su parte, los bancos centrales en diversas economías emergentes redujeron su estímulo monetario. Los mercados financieros registraron cierta estabilidad, aunque se observó un moderado repunte de la volatilidad, particularmente en los mercados de renta fija, asociado a las preocupaciones respecto a la rápida propagación de la variante Delta del virus SARS-CoV-2.

Entre los riesgos globales destacan los asociados a la pandemia y las presiones inflacionarias, así como a las condiciones monetarias y financieras. En

particular, la propagación de la variante Delta o el surgimiento de nuevas variantes, aunada al lento proceso de vacunación en algunos países, podría retrasar el proceso de recuperación económica mundial. Asimismo, un comportamiento más persistente de la inflación en niveles elevados 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.

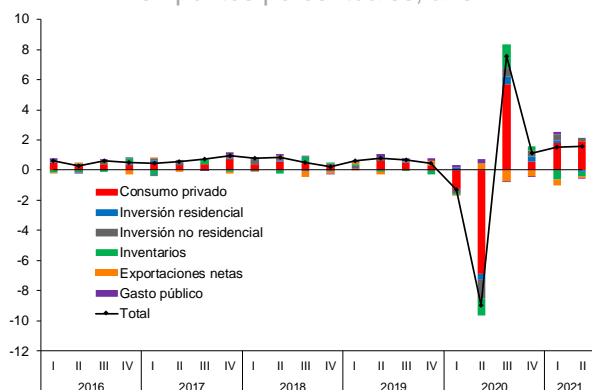
En Estados Unidos, el ritmo de crecimiento se mantuvo, al pasar de una expansión trimestral ajustada por estacionalidad de 1.5% en el primer trimestre de 2021 a una de 1.6% en el segundo (Gráfica 2).¹ A lo anterior contribuyó el dinamismo del consumo privado y la inversión de negocios, ambos impulsados por la reapertura de establecimientos, los apoyos gubernamentales y la mayor confianza de los consumidores y de las empresas. En contraste, la inversión residencial se contrajo y las exportaciones netas siguieron contribuyendo negativamente al crecimiento. Cabe destacar que recientemente el Senado de Estados Unidos aprobó un Programa de Infraestructura, Inversión y Empleo que contempla inversiones de alrededor de 1.2 billones de dólares durante los siguientes 8 años, así como la discusión de una propuesta presupuestal por alrededor de 3.5 billones de dólares dirigidos a programas sociales y cambio climático. En caso de que la legislación del Programa de Infraestructura sea ratificada por la Cámara de Representantes y que la propuesta presupuestal de gasto social

¹ Expresado como tasa trimestral anualizada ajustada por estacionalidad, el crecimiento del PIB de Estados Unidos en el primer trimestre de 2021 fue de 6.3% y en el segundo trimestre de 6.5%.

resulte en una legislación que sea aprobada por el Congreso de ese país, estos paquetes podrían contribuir significativamente al crecimiento de esa economía durante los próximos años.

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.

Fuente: BEA.

La producción industrial de Estados Unidos moderó su expansión, al registrar un crecimiento mensual ajustado por estacionalidad de 0.4% en junio, luego de crecer 0.7% en mayo. Esta moderación se debió a la contracción en la actividad manufacturera de 0.1% en junio, que reflejó la caída en la producción de automóviles y autopartes derivada de la escasez de semiconductores. El índice de gerentes de compras del sector manufacturero sugiere que la recuperación de este sector podría persistir en los meses siguientes, si bien a un ritmo moderado.

El mercado laboral en Estados Unidos siguió recuperándose durante junio y julio. La nómina no agrícola registró un alza de 940 mil plazas en promedio durante dicho periodo, ritmo superior al registrado en promedio entre enero y mayo de 487 mil plazas. Destacaron los avances en los sectores relacionados con hospitalidad, recreación, educación, servicios profesionales, comercio al menudeo y otros servicios. No obstante, el nivel de empleo se ubicó aún 5.7 millones por debajo del registrado antes de la pandemia. Además, la tasa de plazas vacantes se mantuvo elevada ante un ritmo lento de reincorporación de trabajadores a la fuerza

laboral. A su vez, la tasa de desempleo disminuyó de 5.8% en mayo a 5.4% en julio.

En la zona del euro, como reflejo de la recuperación de la mayoría de las economías de la región, la actividad económica repuntó, al expandirse 2.0% a tasa trimestral ajustada por estacionalidad en el segundo trimestre de 2021, luego de contraerse 0.3% en el primero.² El gasto en consumo repuntó, apoyado por las mejores perspectivas laborales, el elevado nivel de la confianza de los consumidores, los apoyos gubernamentales, los avances en los procesos de vacunación y la reapertura de actividades económicas. Por su parte, la inversión de negocios se ha venido recuperando, apoyada por el entorno de mayor optimismo y por la expansión de la demanda interna y externa. La tasa de desempleo disminuyó de 8.0% en mayo a 7.7% en junio. Los índices de gerentes de compras sugieren que la actividad económica seguiría recuperándose a un ritmo gradual durante el tercer trimestre.

En el Reino Unido, los indicadores disponibles sugieren que la actividad económica repuntó en el segundo trimestre de 2021, luego de registrar una caída trimestral ajustada por estacionalidad de 1.6% en el trimestre previo.³ Lo anterior como reflejo del fuerte aumento de los servicios, principalmente aquellos asociados a alojamiento y alimentación, ante las menores restricciones a la movilidad. En este entorno, la tasa de desempleo se mantuvo en 4.8% entre abril y mayo. Los índices de gerentes de compras, tanto del sector manufacturero, como del de servicios, sugieren que esta economía continuaría recuperándose en el tercer trimestre.

En Japón, en el segundo trimestre del año la información disponible sugiere que la actividad económica siguió mostrando debilidad, luego de registrar una contracción trimestral ajustada por estacionalidad de 1.0% en el primer trimestre.⁴ Lo anterior debido a la disminución en el consumo, particularmente de servicios, ante las declaratorias de estado de emergencia sanitaria durante el periodo en algunas regiones de ese país. En contraste, otros indicadores, tales como los pedidos domésticos de bienes de capital, sugieren que la inversión ha ido recuperándose. Adicionalmente, las exportaciones netas de bienes exhibieron un repunte en el segundo trimestre, apoyadas por las

² Expresado como tasa trimestral anualizada ajustada por estacionalidad, la variación del PIB de la zona del euro fue de -1.3% en el primer trimestre de 2021 y de 8.3% en el segundo.

³ Expresado como tasa trimestral anualizada ajustada por estacionalidad, la variación del PIB de Reino Unido en el primer trimestre de 2021 fue de -6.2% y en el segundo de 20.8%.

⁴ Expresado como tasa trimestral anualizada ajustada por estacionalidad, la variación del PIB de Japón fue de -3.9% en el primer trimestre de 2021.

exportaciones de maquinaria para la fabricación de semiconductores a otras economías asiáticas. La actividad industrial mostró un debilitamiento, reflejando en gran medida los cuellos de botella y escasez de algunos suministros a nivel global. La tasa de desempleo disminuyó de 3.0% en mayo a 2.9% en junio. 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 en algunas regiones.

En las principales economías emergentes, los indicadores disponibles apuntan, en general, a un debilitamiento de la actividad económica durante el segundo trimestre de 2021, si bien presentan un comportamiento heterogéneo, principalmente en función de la evolución de la pandemia y de la exposición de cada país a las afectaciones a las cadenas globales de suministro. En Asia Emergente, la actividad económica se ha debilitado ante la escasez de insumos industriales, el retiro gradual de algunas medidas de estímulo económico y la restricción a la movilidad en países como India para contener la nueva ola de contagios. En América Latina, los indicadores apuntan a un deterioro de la actividad económica en la mayoría de las economías ante el repunte en el número de contagios. En Europa Emergente los indicadores disponibles sugieren, en general, una moderación del crecimiento del PIB, luego del repunte registrado en el primer trimestre.

Los precios internacionales de las materias primas registraron un comportamiento mixto desde la última decisión de política monetaria en México. En particular, durante las primeras semanas de julio, los precios del petróleo se vieron impulsados por la recuperación gradual de la demanda mundial de energía, ante la normalización de actividades en un mayor número de economías. No obstante, posteriormente se registraron disminuciones ante el acuerdo de la Organización de Países Exportadores de Petróleo (OPEP) y otros productores para aumentar la producción de petróleo y el riesgo que representa el repunte de contagios a nivel global para la recuperación económica mundial. Por su parte, los precios del gas natural y gas licuado siguieron aumentando durante el periodo. Ello se explica tanto por una mayor demanda, en línea con la recuperación económica global, como por problemas de oferta asociados a los bajos niveles de inventarios, al cierre de plantas de extracción y gasoductos en algunas regiones, y a las 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 aumentaron, particularmente durante la segunda mitad de julio, 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 recientemente debido a la moderación en el crecimiento de la producción industrial a nivel global. Por último, los precios de los granos experimentaron una elevada volatilidad como resultado de la incertidumbre en torno a las condiciones climatológicas en importantes países productores e indicios de una menor demanda global.

A.1.2. Política monetaria y mercados financieros internacionales

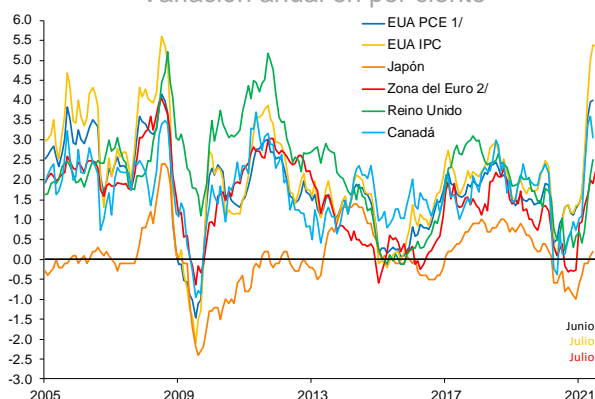
La inflación a nivel mundial siguió aumentando considerablemente, presionada por los precios de las materias primas, especialmente de los energéticos, y resintiéndose otros factores, tales como los efectos aritméticos derivados de una baja base de comparación y la persistencia de múltiples cuellos de botella en las cadenas productivas. Así, la inflación general en las principales economías avanzadas siguió aumentando, particularmente en Estados Unidos, ubicándose por encima de los objetivos de sus respectivos bancos centrales, con excepción de Japón (Gráfica 3). En esas economías, la inflación ha estado influida por factores estructurales, como el demográfico, que la han mantenido, junto con sus expectativas, por debajo de sus metas por periodos prolongados. Dicho lo anterior, existe una elevada incertidumbre respecto de la persistencia de la inflación en las economías avanzadas, incluida una posible evolución heterogénea en función de diferencias entre países en la velocidad de recuperación de la actividad económica. En este contexto, las expectativas de inflación de corto plazo provenientes de encuestas para este grupo de economías registraron una tendencia al alza. Asimismo, las expectativas derivadas de instrumentos financieros para un plazo mayor recientemente registraron algunos incrementos, después de haberse mantenido relativamente estables en meses previos.

En las principales economías emergentes, la inflación general se ubicó, en múltiples casos, por encima del objetivo de sus respectivos bancos centrales. A su vez, la inflación subyacente ha seguido aumentando en un contexto de una gradual recuperación de la demanda y de disrupciones en las cadenas globales de suministro. 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 enfrentan riesgos importantes ante la posibilidad de que dichos aumentos sean mayores y más persistentes a lo anticipado.

Gráfica 3
Economías Avanzadas Seleccionadas:
Inflación General

Variación anual en por ciento



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

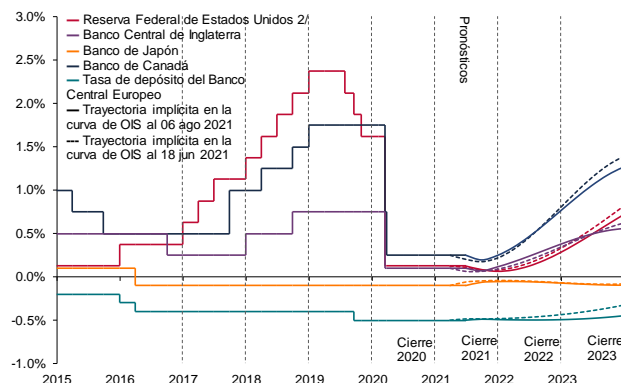
2/ Cifra preliminar para julio.

Fuente: Bureau of Economic Analysis, 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. Asimismo, la mayoría de estos 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 en algunos casos ya se anunciaron ajustes a la baja en el ritmo de compras de activos. En particular, el Banco de Canadá anunció un segundo ajuste al ritmo objetivo de su programa de compra de activos (PCA), de un monto de 3 mil millones de dólares canadienses (mmdc) semanales a 2 mmdc y, por otro lado, el Banco de la Reserva de Nueva Zelanda anunció el término de su PCA. Además, en su mayoría, reiteraron que serán pacientes en el retiro de sus posturas monetarias acomodaticias hasta que la inflación alcance de manera sostenida sus metas, indicando que se prevé que el aumento reciente en la inflación sea de carácter transitorio. A pesar de lo anterior, ya se prevé que, ante el avance de la recuperación económica y el riesgo de una mayor inflación, algunos bancos centrales disminuyan su estímulo monetario. Así, algunas instituciones, como la Reserva Federal, anticipan alzas en las tasas de interés de referencia antes de lo previsto anteriormente y han iniciado discusiones sobre el

eventual comienzo de la reducción en sus compras de activos. En este contexto, las expectativas extraídas de instrumentos financieros anticipan alzas en las tasas de interés en algunas de las principales economías avanzadas hacia mediados de 2022 y durante 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 julio, 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. Igualmente, reiteró que mantendrá el ritmo actual de su programa de compras de activos hasta que se haya logrado un progreso sustancial hacia sus objetivos de máximo empleo y de estabilidad de precios. Al respecto, indicó que la economía ha avanzado hacia dichos objetivos y que el Comité Federal de Mercado Abierto (*FOMC*) continuará evaluando el progreso en sus próximas reuniones. El presidente de dicha Institución detalló que el *FOMC* discutió sobre cómo ajustar el ritmo y composición de sus compras de activos una vez que las condiciones económicas lo justifiquen e indicó que comunicarán con anticipación

cualquier ajuste a este programa. Mencionó que existe la posibilidad de que la inflación resulte más alta y más persistente de lo esperado y que, en caso de que la trayectoria de la inflación o las expectativas de inflación de largo plazo se desvíen material y persistentemente de los niveles consistentes con su objetivo, dicha Institución estará preparada para ajustar su postura de política monetaria. En este contexto, la trayectoria implícita en instrumentos financieros para la tasa de fondos federales incorpora una expectativa de entre dos y tres alzas al cierre de 2023.

- ii) A inicios de julio, el Banco Central Europeo anunció la adopción de una nueva estrategia de política monetaria que contempla, entre otros elementos: i) un objetivo de inflación simétrico de 2% en el mediano plazo; ii) la posibilidad de requerir medidas contundentes y persistentes, así como de un periodo transitorio en el que la inflación exceda moderadamente su objetivo, en episodios donde la tasa de referencia se haya visto restringida por un límite inferior efectivo; iii) que el índice de precios al consumidor armonizado (*HICP*) sigue siendo una medida adecuada para evaluar el avance respecto a su objetivo de inflación, si bien recomendó la inclusión gradual de los costos de vivienda ocupadas por sus propietarios en las medidas futuras de inflación; iv) ajustes en su estrategia e instrumentos de comunicación; y, v) la aprobación de un plan de acción para incorporar consideraciones sobre el cambio climático en su marco de política monetaria. Señaló que hacia delante evaluará periódicamente su estrategia de política monetaria, con la expectativa de llevar a cabo la próxima evaluación en 2025. Posteriormente, en su reunión de política monetaria más reciente mantuvo sin cambio sus tasas de refinanciamiento, de depósitos y de préstamos, en 0.0, -0.5 y -0.25%, respectivamente y reiteró que las compras de activos bajo el Programa de Emergencia por la Pandemia (*PEPP*) continuarán realizándose durante el tercer trimestre de 2021 a un ritmo significativamente mayor al de los primeros meses del año. No obstante, ajustó su guía futura respecto a las tasas de interés para reflejar su nueva estrategia de política monetaria, indicando que el Consejo espera que estas se mantengan en los niveles actuales o inferiores hasta que se observe que la inflación alcance 2% mucho antes del término de su horizonte de pronóstico y de manera sostenida durante el resto del mismo, y juzga 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.

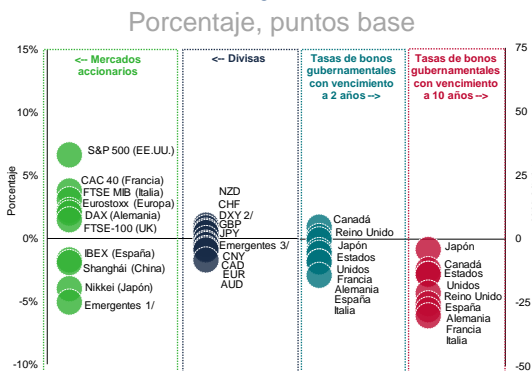
- iii) En su reunión de julio, el Banco de Japón mantuvo sin cambio la tasa de referencia en -0.1% y el objetivo de la tasa de 10 años en alrededor de cero, así como su programa de compra de activos. Dicha Institución ratificó que, de ser necesario, no dudará en tomar medidas de relajamiento adicionales y que espera que las tasas de interés se mantengan en sus niveles actuales o incluso inferiores. Adicionalmente, este banco central dio a conocer el esquema preliminar de una nueva medida de provisión de fondos a instituciones financieras, anunciada en su reunión de junio, que busca apoyar los esfuerzos para abordar problemáticas asociadas al cambio climático.
- iv) En sus últimas reuniones, el Banco de Inglaterra mantuvo sin cambio su tasa de interés de referencia en 0.10% y su programa de compras de activos. En su reunión de agosto, señaló que, en caso de que la economía evolucione en línea con sus proyecciones centrales, es probable que sea necesario un apretamiento modesto de la política monetaria durante el periodo de pronóstico para ser consistente con el cumplimiento de manera sostenible de la meta de inflación de 2% en el mediano plazo, lo cual se anticipa suceda en el tercer trimestre de 2022. Respecto de su programa actual de compra de bonos del gobierno, indicó que se espera que concluya a finales de 2021, conforme a lo señalado previamente. Además, el Comité tiene la intención de suspender la reinversión de los vencimientos cuando la tasa de referencia alcance el nivel de 0.5% y de comenzar la venta de activos una vez que la tasa se ubique en 1%, dependiendo de las condiciones económicas.

Las autoridades monetarias de las economías emergentes, especialmente aquellas con estrechos vínculos comerciales con las economías avanzadas que se han recuperado de manera más acelerada, enfrentan retos adicionales y un menor espacio de maniobra para la conducción de la política monetaria. Además de los factores internos e idiosincrásicos, como aumentos en la demanda y la depreciación de sus monedas, las presiones provenientes de una mayor y más persistente inflación global representan un riesgo para el proceso de formación de precios en este grupo de

economías. En un entorno en el que, a diferencia de las principales economías avanzadas, en las economías emergentes la inflación y sus expectativas no han permanecido por debajo de los objetivos de sus bancos centrales por periodos prolongados, algunos bancos de este grupo de economías han reducido sus estímulos monetarios. En particular, los bancos centrales de Rusia, Hungría, Brasil y República Checa anunciaron aumentos adicionales en sus tasas de interés, mientras que los bancos centrales de México y Chile incrementaron sus tasas por primera vez desde el inicio de la pandemia.

En el entorno general descrito, desde la última decisión de política monetaria en México los mercados financieros internacionales mostraron cambios acotados (Gráfica 5), si bien se observaron episodios de mayor volatilidad asociados, entre otros factores, a las preocupaciones respecto a la propagación de nuevas variantes del virus SARS-CoV-2 y a diversos factores técnicos. En este contexto, los mercados accionarios de la mayoría de las principales economías avanzadas presentaron ganancias, e incluso algunos alcanzaron niveles máximos históricos, apoyados por resultados corporativos favorables, mientras que los mercados de economías emergentes registraron, en general, movimientos acotados con un sesgo negativo (Gráfica 6). En particular, las bolsas asiáticas registraron pérdidas durante el periodo, ante la expectativa de una regulación más estricta del sector tecnológico en China, entre otros factores. En los mercados cambiarios, el dólar se fortaleció frente a la mayoría de las divisas de economías avanzadas durante la mayor parte del periodo, aunque dicha tendencia se moderó en semanas recientes. Por su parte, las divisas de economías emergentes registraron, en su mayoría, un sesgo hacia la depreciación. Las tasas de interés de bonos gubernamentales de largo plazo de las principales economías avanzadas disminuyeron, si bien se han observado incrementos recientemente. En este entorno, desde la última decisión de política monetaria en México se registraron moderadas entradas netas de capital en la mayoría de las economías emergentes, principalmente en la región asiática y particularmente en China.

Gráfica 5
Variación de Indicadores Financieros
Seleccionados del 18 de junio al 6 de agosto de 2021



1/ Índice MSCI de países emergentes que incluye a 24 países. 2/ DXY: 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 21 de junio de 2021

Porcentaje, puntos base

Región	País	Divisas	Bolsas	Tasas de interés 2A	Tasas de interés 10A	CDS
América Latina	México	2.38%	1.59%	53	14	-3
	Brasil	-4.31%	-4.99%	151	63	17
	Chile	-5.32%	-0.28%	91	71	5
	Colombia	-5.28%	-1.59%	-41	0	6
	Perú	-3.58%	-6.96%	52	57	-1
Europa emergente	Rusia	-0.34%	0.15%	13	-17	-2
	Polonia	-2.15%	3.59%	5	3	0
	Turquía	1.37%	3.10%	25	-13	8
	Rep. Checa	-0.80%	6.70%	29	2	-4
	Hungría	-1.62%	3.10%	11	-7	-7
Asia	China	-0.18%	-0.98%	-26	-24	2
	Malasia	-1.98%	-4.80%	-1	-5	6
	India	-0.22%	3.48%	-52	19	7
	Filipinas	-3.49%	-2.85%	-7	-43	5
	Tailandia	-5.73%	-3.81%	-5	-30	1
	Indonesia	0.45%	2.19%	-22	-28	2
África	Sudáfrica	-2.44%	4.74%	-23	-6	14

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 podría causar eventos de mayor volatilidad en los mercados financieros globales y afectar de manera especial a las economías emergentes que, en general, cuentan con un menor espacio de política tanto fiscal como monetaria; ii) posibles distorsiones en la valuación de algunos activos financieros que pudieran derivar en una corrección abrupta en sus precios; y iii) el incremento en los niveles de endeudamiento público y privado. 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.

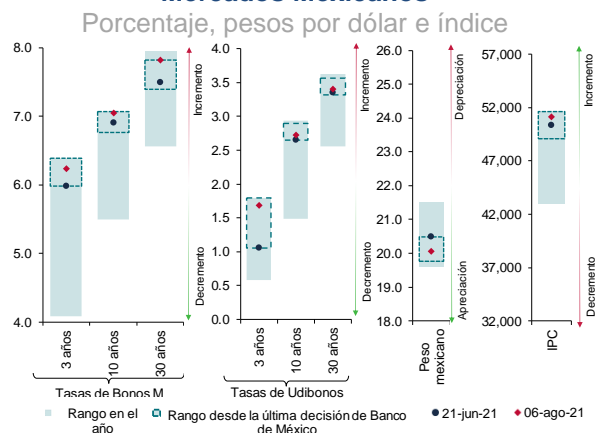
A.2. Evolución de la economía mexicana

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 de cautela ante el incremento de los casos de COVID-19 alrededor del mundo e incertidumbre en torno de la trayectoria de política monetaria de países desarrollados. En este sentido, como se describió en la sección anterior, se continúa incorporando una política monetaria menos acomodaticia por parte de economías desarrolladas.

En el caso de la moneda nacional, esta operó en un rango entre 19.77 y 20.49 pesos por dólar, terminando el periodo con una apreciación de 2.38% (Gráfica 8). Ello, en un contexto en el que las condiciones de operación, tanto realizadas como prospectivas, mostraron una ligera 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

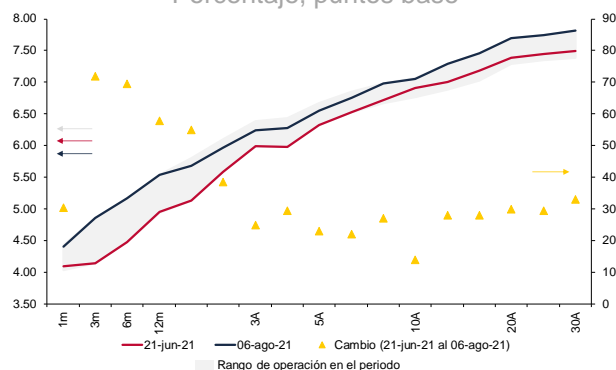


Fuente: Elaboración de Banco de México

Las tasas de interés de los valores gubernamentales presentaron movimientos mixtos (Gráfica 9), observándose una dinámica de incremento y aplanamiento de la curva de rendimientos, con aumentos de hasta 62 puntos base en su parte corta y aumentos de hasta 33 puntos base en los instrumentos de mayor duración. La curva de rendimientos de instrumentos a tasa real mostró una

dinámica similar, registrando incrementos de hasta 85 puntos base en la parte corta de la curva de rendimientos e incrementos de hasta 15 puntos base en el segmento de largo plazo. En este contexto, 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 mixtos respecto a la decisión de política monetaria de junio (Gráfica 10). Estos movimientos ocurrieron en un entorno en el que las condiciones de operación de este mercado mostraron una mejoría durante el periodo que comprende la decisión de política monetaria.

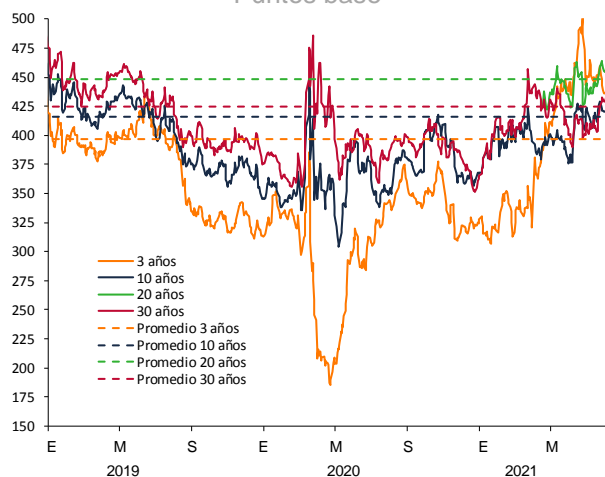
Gráfica 9
Curva de Rendimiento de Valores Gubernamentales a Tasa Nominal
Porcentaje, puntos base



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.

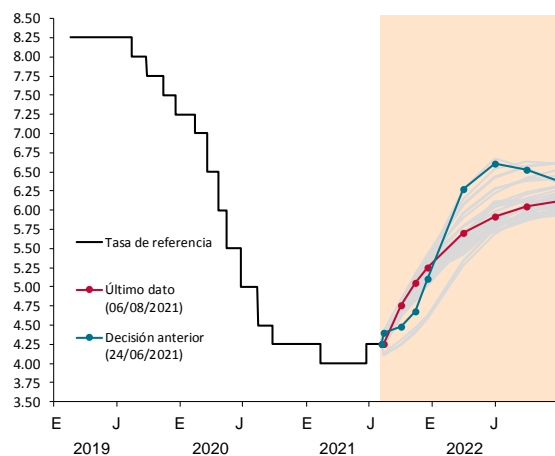
Gráfica 10
Compensación por Inflación y Riesgo Inflacionario Implícita en las Curvas de Tasas de Valores Gubernamentales
Puntos base



Fuente: PIP

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 agosto y septiembre (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 4.50% en la próxima decisión de política monetaria. Respecto del cierre de 2021, las variables de mercado anticipan un nivel para la tasa objetivo de 5.25%, mientras que la mediana de la mencionada encuesta a economistas se encuentra en 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.

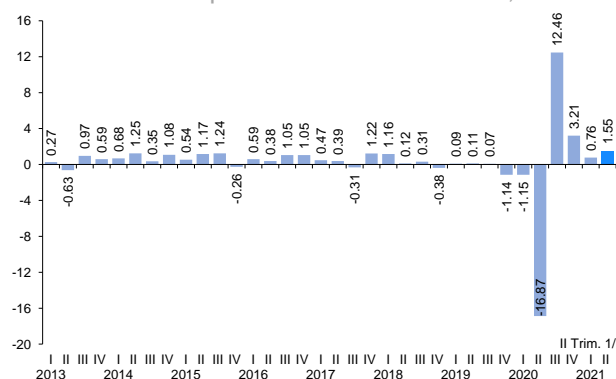
A.2.2. Actividad económica en México

De acuerdo con la estimación oportuna del PIB de México, la recuperación de la economía continuó durante el segundo trimestre (Gráfica 12), aunque con heterogeneidad entre los distintos sectores que la conforman. En particular, las actividades terciarias siguieron reactivándose a lo largo del trimestre en un entorno en el que se ha mantenido la apertura de diversos servicios ante el avance de la campaña de vacunación, si bien persisten los riesgos por el aumento de contagios, mientras que la producción industrial ha mostrado debilidad en un contexto en el que prevaleció la escasez de algunos insumos industriales.

Con relación a la demanda externa, en el segundo trimestre de 2021 las exportaciones manufactureras, tanto automotrices como no automotrices, mostraron un moderado crecimiento respecto del trimestre previo (Gráfica 13). Por destino de las exportaciones, las dirigidas a Estados Unidos presentaron atonía, en tanto que los envíos al resto del mundo exhibieron un repunte.⁵

Gráfica 12
Producto Interno Bruto

Variaciones porcentuales trimestrales, a. e.



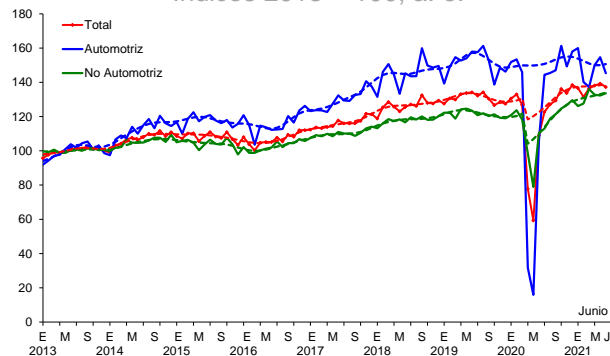
a. e. / Cifras con ajuste estacional.

1/ La cifra correspondiente al segundo trimestre de 2021 se refiere a la estimación oportuna del PIB trimestral publicada por el INEGI.

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

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.

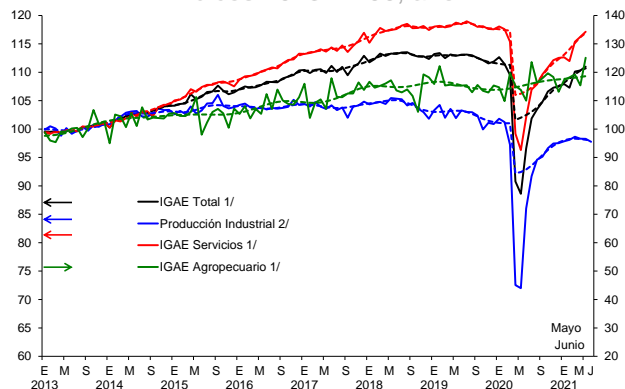
Fuente: Banco de México con base en SAT, SE, Banco de México, INEGI. Balanza Comercial de Mercancías de México. SNIEG. Información de Interés Nacional.

De acuerdo con su indicador mensual, en mayo el consumo privado continuó recuperándose, aunque permaneció por debajo del nivel reportado en febrero de 2020. A su interior, el consumo de bienes mantuvo un elevado dinamismo, explicado por el componente importado, al tiempo que el consumo de servicios mantuvo una trayectoria al alza. Por su parte, en mayo la inversión fija bruta revirtió parcialmente el retroceso observado en abril, si bien siguió exhibiendo un débil desempeño. El componente de gasto en maquinaria y equipo hiló dos meses con caídas consecutivas, con lo que detuvo su expansión, luego de su relativo buen desempeño en el primer trimestre del año. A su vez, el gasto de inversión en construcción registró una reactivación en el margen, aunque se mantuvo por debajo de los niveles reportados en febrero de 2020.

Por el lado de la producción, la información oportuna sugiere que las actividades terciarias siguieron reactivándose, mientras que la producción industrial mostró debilidad (Gráfica 14). En el bimestre abril-mayo los servicios que más contribuyeron al crecimiento de las actividades terciarias fueron los servicios profesionales, corporativos y de apoyo a los negocios; el comercio; las actividades de gobierno; los servicios de alojamiento temporal y de preparación de alimentos y bebidas; y los servicios educativos y de salud. Por su parte, el débil desempeño de la actividad industrial al cierre del segundo trimestre estuvo explicado por una desaceleración generalizada en los subsectores que la componen. De este modo, en junio las manufacturas hilaron tres meses consecutivos de disminuciones como reflejo, principalmente, de la evolución negativa del rubro de equipo de transporte ante la escasez de algunos insumos industriales. A su vez, la construcción revirtió el repunte observado en mayo, mientras que la minería mostró atonía (Gráfica 15).

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



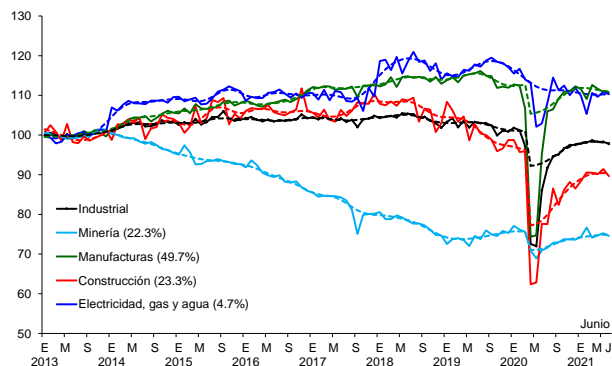
a. e. / Serie con ajuste estacional y serie de tendencia. La primera se representa con la línea sólida y la segunda con la punteada.

1/ Cifras a mayo de 2021.

2/ Cifras a junio de 2021 del Indicador Mensual de la Actividad Industrial.

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.

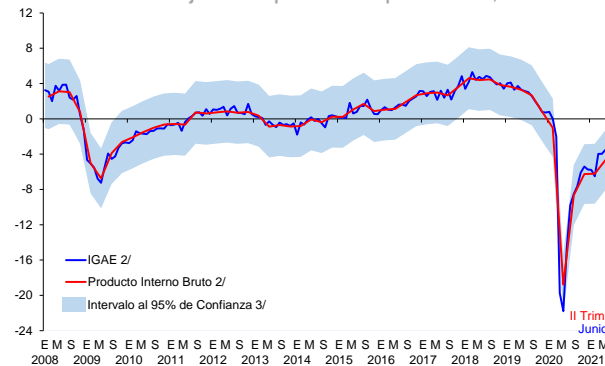
1/ Las cifras entre paréntesis corresponden a su participación en el total en 2013.

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

En cuanto a la posición cíclica de la economía, la información oportuna sugiere que en el segundo trimestre de 2021 las condiciones de holgura para la economía en su conjunto fueron menores que en el primer trimestre, si bien siguen manteniendo una amplitud considerable (Gráfica 16) y marcadas diferencias entre sectores. Al cierre del segundo trimestre, los indicadores del mercado laboral mostraron un comportamiento mixto. En particular, mientras que la tasa de desocupación nacional se redujo ligeramente y la población ocupada aumentó, la participación laboral volvió a disminuir y la tasa de desocupación urbana mostró un ligero incremento (Gráfica 17). A su vez, en junio la creación de puestos de trabajo afiliados al IMSS continuó recuperándose, aunque permaneció alrededor de

430 mil plazas por debajo del nivel reportado previo a la emergencia sanitaria. Finalmente, en mayo el costo unitario de la mano de obra en el sector manufacturero aumentó en el margen y se mantuvo por arriba del nivel reportado previo a la pandemia, luego de haber disminuido en los dos 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.

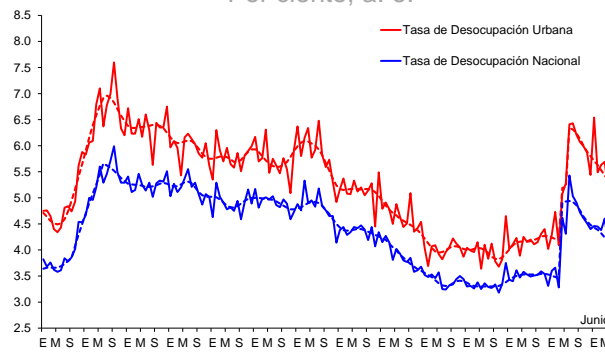
2/ Cifras del PIB oportuno al segundo trimestre de 2021 y del IGAE implícito a junio de 2021, congruente con dicha cifra oportuna.

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.

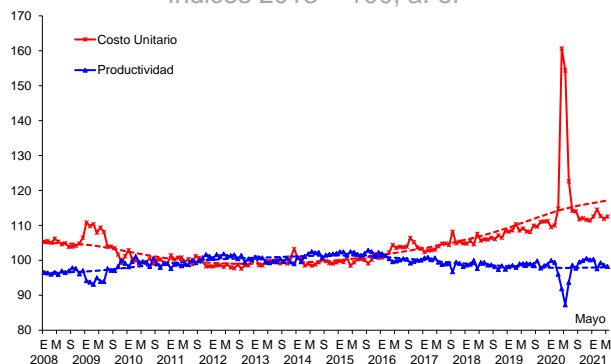
Gráfica 17
Tasa de Desocupación Nacional y Tasa de Desocupación Urbana
Por ciento, a. e.



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.

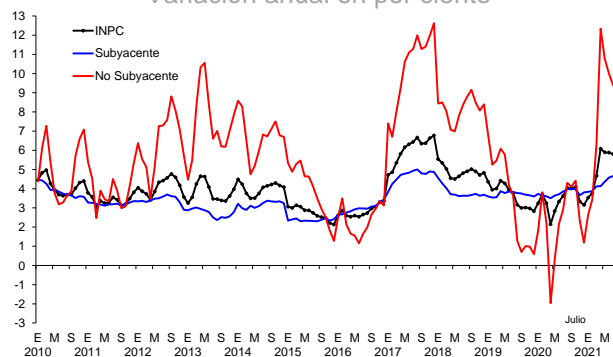
En junio de 2021, el financiamiento interno a las empresas continuó contrayéndose en términos reales a tasa anual. Lo anterior ha sido resultado, en parte, de una reducción del crédito bancario tanto a las empresas de menor tamaño, como a las empresas grandes. Cabe destacar que la demanda de crédito de estas empresas, si bien sigue ubicándose en niveles bajos, en el margen ha registrado una incipiente recuperación. Asimismo, las condiciones de otorgamiento para las empresas en general continuaron siendo estrechas respecto al inicio de la pandemia, aunque estas no han presentado restricciones adicionales en lo que va del año. En tanto, en el segundo trimestre del año las emisiones netas de deuda corporativa en el mercado interno continuaron mostrando un bajo dinamismo, extendiendo la atonía observada en el primer trimestre del año. En cuanto al crédito a los hogares, la cartera de vivienda siguió exhibiendo variaciones reales anuales positivas, si bien su crecimiento se ha moderado a lo largo del año. A su vez, la cartera de crédito bancario vigente al consumo moderó su contracción a tasa anual, destacando en el margen el mayor dinamismo de las carteras de tarjetas de crédito y nómina. Ello, en un contexto caracterizado por una gradual recuperación de la demanda de crédito por parte de los hogares y en donde las condiciones de otorgamiento no han mostrado estrechamientos adicionales.

Las tasas de interés del crédito bancario a las empresas han seguido, en general, la dinámica de la tasa de fondeo bancario. Por su parte, los márgenes de intermediación continuaron en niveles superiores a los 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 abril las tasas de interés de tarjetas de crédito se incrementaron ligeramente, luego de las reducciones observadas en meses previos, mientras que en el resto de los segmentos se mantuvieron relativamente estables. Así, los márgenes de intermediación del crédito al consumo continúan situándose en niveles superiores a los observados antes de la pandemia. Respecto a la calidad de la cartera, en junio 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, y se mantiene igualmente en niveles bajos. Por último, los índices de morosidad de la cartera de consumo, aunque se redujeron por cuarto mes consecutivo, permanecen en niveles elevados.

A.2.3. Comportamiento y perspectivas de la inflación

Entre junio y julio de 2021, la inflación general anual pasó de 5.88 a 5.81%. A esta reducción la inflación no subyacente contribuyó con 13 puntos base, lo cual fue parcialmente compensado por una mayor incidencia de la inflación subyacente de 6 puntos base (Gráfica 19 y Cuadro 1). El descenso en la inflación no subyacente estuvo asociado con la menor inflación de los energéticos, al continuarse desvaneciendo el efecto aritmético de las notables disminuciones de los precios de las gasolinas en abril de 2020. Por su parte, la mayor inflación subyacente refleja los choques adicionales que siguen afectándola, como las disrupciones en las cadenas de suministro y en los procesos productivos de diversos bienes y servicios.

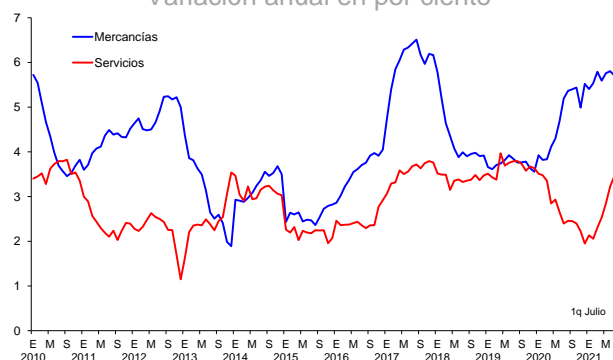
Gráfica 19
Índice Nacional de Precios al Consumidor
Variación anual en por ciento



Fuente: Banco de México e INEGI.

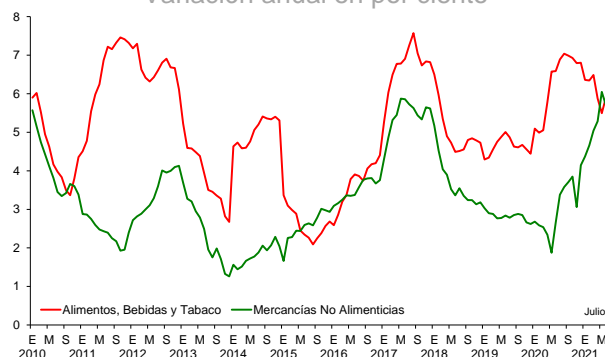
En efecto, entre junio y julio de 2021, la inflación subyacente anual aumentó de 4.58 a 4.66%. A su interior, la inflación anual de las mercancías pasó de 5.81 a 5.74% (Gráfica 20), reflejando el aumento de 5.91 a 6.14% en la de las alimenticias y la reducción de 5.69 a 5.30% en la de las no alimenticias (Gráfica 21). A su vez, al seguir la recuperación de la demanda por varios de ellos, la inflación anual de los servicios ha continuado en aumento, pasando de 3.22 a 3.46% entre las fechas señaladas. La mayor parte de este comportamiento se debió al incremento en la inflación anual del rubro de otros servicios, la cual registró 4.78 y 5.17% en ese lapso, destacando las mayores variaciones anuales de los precios de los servicios turísticos, de alimentación, y de entretenimiento.

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



Fuente: Banco de México e INEGI.

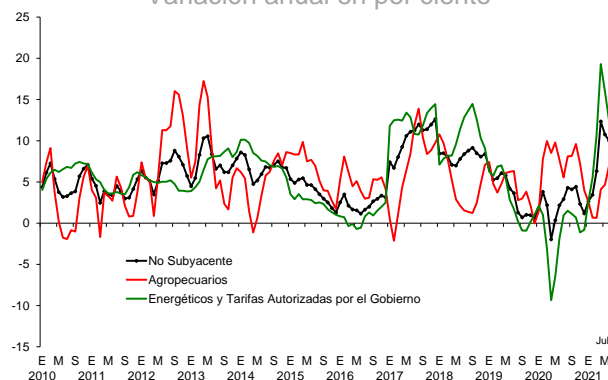
Gráfica 21
Subíndice Subyacente de las Mercancías
Variación anual en por ciento



Fuente: Banco de México e INEGI.

La inflación no subyacente anual disminuyó de 10.00 a 9.39% entre junio y julio de 2021 (Gráfica 22 y Cuadro 1). Este comportamiento estuvo determinado, principalmente, por el descenso de 17.13 a 14.41% en la inflación anual de los energéticos, derivado de las menores variaciones anuales de los precios de las gasolinas, que pasaron de 15.85 a 9.69%, y que sigue reflejando el desvanecimiento del efecto aritmético por las importantes disminuciones que experimentaron sus precios en abril del año pasado. No obstante, lo anterior fue parcialmente compensado por el incremento de 6.95 a 7.77% en la inflación anual de los productos agropecuarios.

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



Fuente: Banco de México e INEGI.

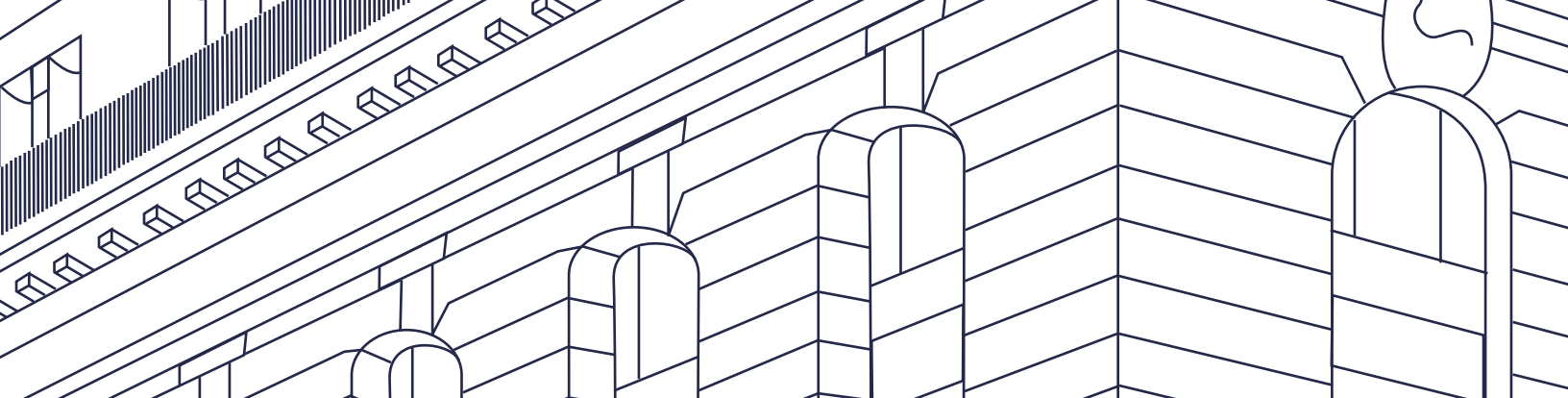
Respecto de las expectativas de inflación provenientes de la encuesta que levanta el Banco de México entre especialistas del sector privado, entre mayo y julio la mediana para la inflación general al cierre de 2021 aumentó de 5.00 a 6.00%, mientras que la correspondiente al componente subyacente pasó de 3.91 a 4.66%. A su vez, las medianas de las expectativas para el cierre de 2022 se ajustaron de 3.61 a 3.67% para la inflación general y de 3.60 a 3.68% 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 aumentos y se mantiene en niveles elevados. Al interior de esta compensación, tanto las expectativas de inflación como la prima por riesgo inflacionario se incrementaron.

Considerando las características de los choques que han afectado a la inflación general y subyacente, se espera que estas disminuyan especialmente a partir de horizontes mayores a un año y que converjan a la meta de 3% en el primer trimestre de 2023. 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 en los precios agropecuarios. A la baja: i) por los efectos 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	Mayo 2021	Junio 2021	Julio 2021
INPC	5.89	5.88	5.81
Subyacente	4.37	4.58	4.66
Mercancías	5.76	5.81	5.74
Alimentos, Bebidas y Tabaco	5.49	5.91	6.14
Mercancías No Alimenticias	6.05	5.69	5.30
Servicios	2.84	3.22	3.46
Vivienda	1.86	1.98	2.09
Educación (Colegiaturas)	1.12	1.15	1.23
Otros Servicios	4.08	4.78	5.17
No Subyacente	10.76	10.00	9.39
Agropecuarios	4.67	6.95	7.77
Frutas y Verduras	-3.63	2.65	4.99
Pecuarios	12.23	10.61	10.08
Energéticos y Tarifas Aut. por Gobierno	15.97	12.45	10.67
Energéticos	22.96	17.13	14.41
Tarifas Autorizadas por Gobierno	2.25	2.72	2.57

Fuente: INEGI.



BANCO DE MÉXICO®

Documento publicado el 26 de agosto de 2021

