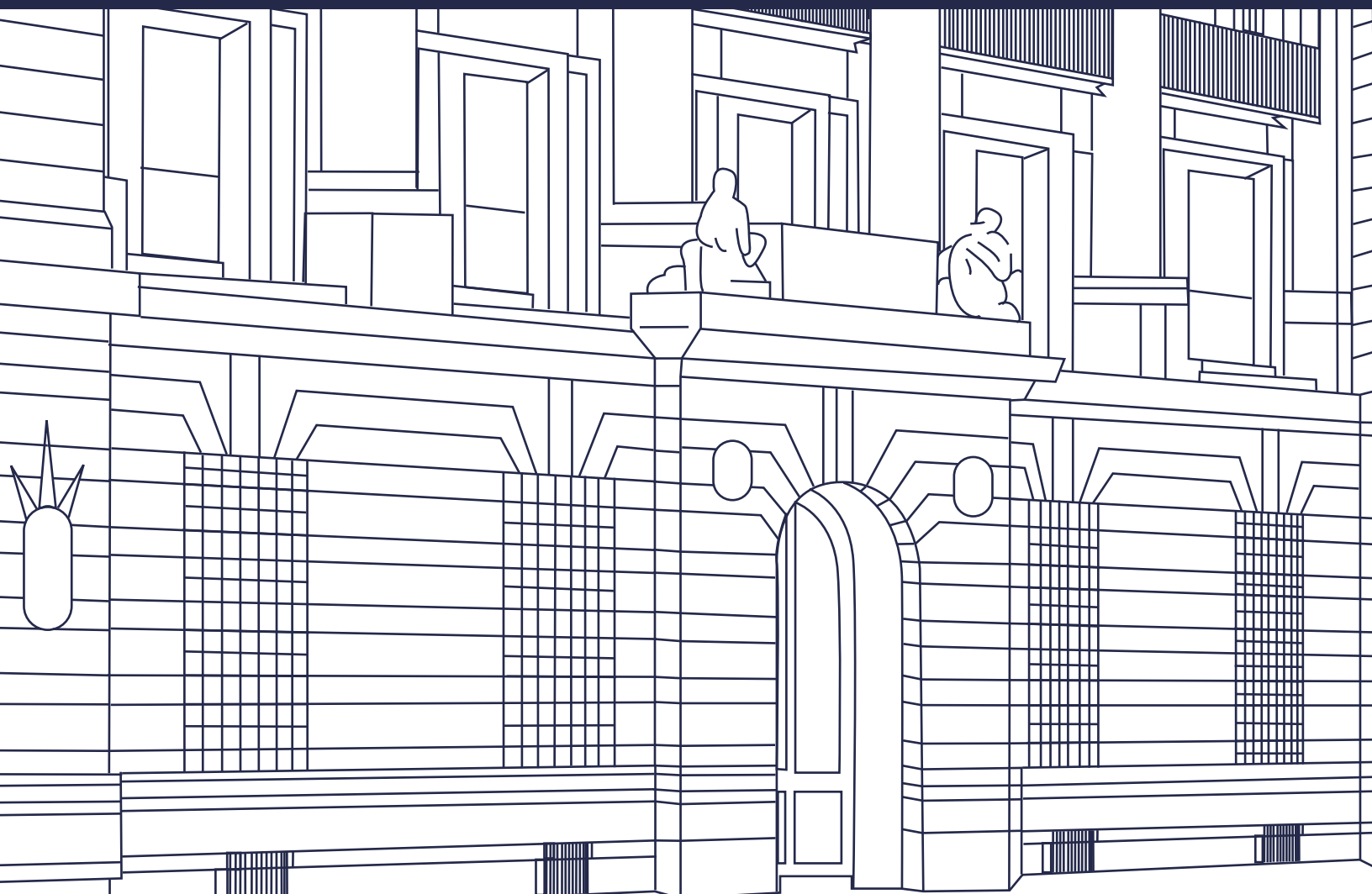




BANCO DE MÉXICO®

Minuta número 79

Reunión de la Junta de Gobierno del Banco de México, con motivo de la
decisión de política monetaria anunciada el 24 de septiembre de 2020



1. LUGAR, FECHA Y ASISTENTES

1.1 Lugar: Reunión celebrada por enlaces virtuales.

1.2. Fecha de la sesión de la Junta de Gobierno: 23 de septiembre de 2020.

1.3. Asistentes:

Alejandro Díaz de León Carrillo, Gobernador.
Irene Espinosa Cantellano, Subgobernadora.
Gerardo Esquivel Hernández, Subgobernador.
Javier Eduardo Guzmán Calafell, Subgobernador.
Jonathan Ernest Heath Constable, Subgobernador.
Arturo Herrera Gutiérrez, Secretario de Hacienda y Crédito Público.
Gabriel Yorio González, Subsecretario de Hacienda y Crédito Público.
Elías Villanueva Ochoa, Secretario de la Junta de Gobierno.

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

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

Entorno Externo

La mayoría mencionó que la actividad económica global ha venido recuperándose. Algunos señalaron que en varias economías avanzadas la recuperación ha sido mayor a la prevista. Al respecto, **uno** destacó los casos de Estados Unidos y, en menor medida, de la zona del euro.

La mayoría comentó que el desempeño ha sido heterogéneo entre economías y sectores y subrayó que la actividad aún está lejos de los niveles previos a la pandemia. Algunos notaron que la heterogeneidad en las medidas de contención de la pandemia y en las políticas de estímulo ha incidido en la recuperación diferenciada de las economías. **Uno** agregó que en ello también han influido la dinámica de la pandemia, la importancia relativa de los sectores más afectados, la flexibilidad del mercado laboral, la fortaleza macroeconómica y de las finanzas públicas, así como el ajuste y la solidez del sistema financiero. **Otro** señaló que en el agregado se registró un mayor dinamismo de la inversión, la producción y el comercio internacional, así como un importante aumento en el consumo privado. **Uno** comentó que la reapertura de diversos

sectores propició cierta recuperación en la producción industrial en economías avanzadas y emergentes, mientras que el comportamiento reciente del consumo ha respondido a las medidas de estímulo adoptadas. Destacó los casos de Estados Unidos y la zona del euro en los que, comparando la última cifra disponible con el cierre de 2019, el consumo incluso mostró un crecimiento. **Otro** enfatizó el caso de China, en donde la producción industrial y de bienes de capital, así como las exportaciones, superaron los niveles previos a la pandemia. Respecto del mercado laboral, notó que diversos países exhibieron un desempeño favorable, aunque en la zona del euro y Japón se registró una reducción significativa en las horas trabajadas.

En este contexto de recuperación económica a nivel global, la mayoría señaló que los pronósticos de actividad para 2020 se han ajustado al alza, mientras que los correspondientes para 2021 lo han hecho a la baja. Mencionó que la economía mundial está sujeta a diversos riesgos, entre ellos los asociados a la pandemia. Algunos subrayaron el repunte de nuevos casos en varios países. **Uno** consideró la posibilidad de que las medidas de contención sean extendidas o reinstauradas. Agregó que si bien es poco probable que dichas acciones sean de la misma magnitud que las implementadas en las primeras etapas de la pandemia, también tendrían costos importantes para la actividad económica.

Otro señaló que si bien la reapertura de actividades puede propiciar una inflexión rápida en la economía, la recuperación en el mediano plazo estará asociada a los efectos permanentes de la pandemia sobre los sectores más afectados, así como a la fortaleza y soporte que tengan el consumo, la inversión y la dinámica de la demanda externa. **Uno** sostuvo que las acciones de política económica continuarán siendo un determinante fundamental de la trayectoria económica mundial en el corto, mediano y largo plazos. Comentó que el estímulo provisto por los bancos centrales se ha reforzado. En lo referente a la política fiscal, señaló que la materialización de un continuo apoyo podría enfrentar mayores restricciones por la falta de espacio y por factores políticos. Añadió que la política comercial será crucial para los flujos internacionales de bienes y servicios y para la reconfiguración de las cadenas globales de valor.

La mayoría mencionó que la inflación en las economías avanzadas permanece por debajo de

los objetivos de sus respectivos bancos centrales. Ello a pesar del incremento en la inflación de mercancías alimenticias y del repunte en los precios de los energéticos. Uno apuntó que la inflación en estas economías se ha mantenido baja debido a la caída en la demanda agregada. **Otro** comentó que sus autoridades monetarias prevén que las inflaciones general y subyacente se encuentren en niveles inferiores a sus metas por un periodo prolongado. **Algunos** subrayaron que en un amplio número de economías emergentes la inflación también se encuentra por debajo de su meta como resultado de las afectaciones en los servicios y por la debilidad de la demanda. Al respecto, **uno** detalló que a pesar de la mayor holgura, en algunas economías emergentes los incrementos en los precios de los energéticos y de las mercancías alimenticias, así como la depreciación cambiaria, han resultado en desviaciones positivas respecto de sus metas de inflación.

La mayoría mencionó que se anticipa que las autoridades monetarias de economías avanzadas mantengan posturas acomodaticias por un periodo prolongado. Algunos destacaron los programas de compras de activos que llevan a cabo dichas autoridades. **Respecto de la Reserva Federal, la mayoría mencionó que en su decisión de septiembre mantuvo la tasa de fondos federales entre 0 y 0.25%. Algunos** notaron que sus proyecciones indican que la tasa permanecerá en dicho rango por lo menos hasta finales de 2023. **La mayoría destacó el anuncio de su nueva estrategia de política monetaria, que mantendrá el estímulo monetario hasta que la inflación supere moderadamente su meta de 2%. Resaltó que este cambio responde a las limitaciones que enfrenta la política monetaria para incidir en la demanda agregada cuando la tasa objetivo está en el límite inferior de cero y las expectativas de inflación se mantienen persistentemente por debajo de la meta. Uno** recordó que la imposibilidad de tener una tasa de interés real suficientemente baja durante la crisis financiera de 2008-09 provocó que la economía estadounidense se recuperara más lentamente de lo deseable. Argumentó que la restricción en la tasa real obedeció a la combinación de una baja inflación y al impedimento para llevar la tasa de fondos federales más allá del límite inferior de cero. En este sentido, sostuvo que haber introducido la posibilidad de que la inflación se mantenga por encima de 2% por algún tiempo permitiría una mayor disminución de la tasa real, con lo que la Reserva Federal anticipa que ahora podría otorgar un mayor estímulo a la economía.

Algunos agregaron que la Reserva Federal también adoptó una nueva definición del objetivo de máximo nivel de empleo y que este será utilizado de manera asimétrica, respondiendo solo cuando el empleo sea inferior al nivel máximo. **Uno** puntualizó que los cambios realizados son relevantes debido a la importancia del dólar como moneda de reserva y a su papel como referencia para las inversiones en los mercados financieros internacionales, especialmente en México. Por un lado, mencionó que esta estrategia retrasaría los aumentos de las tasas de interés hasta que se consolide la inflación en niveles superiores a la meta, lo que reduce la expectativa de tasas de corto plazo y argumentó que esto propició una depreciación del dólar tras el anuncio, la cual se reforzó con la decisión de septiembre. Por otro lado, consideró que esta nueva estrategia introduce mayor incertidumbre respecto del comportamiento futuro de la inflación, lo que puede generar mayores primas de riesgo inflacionario. Al respecto, apuntó que las tasas de interés de largo plazo mostraron cierto aumento tras el anuncio.

Algunos señalaron que otros bancos centrales también están evaluando realizar cambios en sus marcos de política monetaria. Indicaron que el Banco de Inglaterra evalúa la posibilidad de adoptar tasas negativas. **Uno** agregó que la mayoría de los bancos centrales de economías emergentes también han privilegiado el fomento de condiciones financieras acomodaticias mediante tasas de interés reales bajas para fortalecer el flujo del crédito. Detalló que de 14 países emergentes analizados, diez tienen una tasa de interés real ex-ante negativa. Agregó que incluso países con una inflación por encima de sus objetivos han disminuido sus tasas de interés reales a niveles cercanos a cero o inferiores, mientras que en México la tasa real ex-ante continua en terreno positivo. Señaló que la expectativa de la tasa de referencia promedio de las economías emergentes para el cierre de 2020 se encuentra por debajo de 3%.

La mayoría coincidió en que los mercados financieros globales han mostrado un comportamiento positivo en las últimas semanas, reflejando los efectos de las medidas implementadas en las economías avanzadas. Uno añadió que la mejoría en las cifras económicas también influyó en esta evolución. **Algunos** resaltaron el debilitamiento generalizado del dólar frente a una canasta amplia de divisas. **Uno** destacó los movimientos acotados y mixtos de las tasas de interés y el empinamiento de la curva de

rendimientos en Estados Unidos, ante la expectativa de mayores niveles de inflación de largo plazo.

Respecto de los mercados financieros de economías emergentes, **algunos** destacaron que en un entorno de menor aversión al riesgo, se observaron flujos de capital hacia activos de renta fija. No obstante, **uno** de ellos agregó que los flujos a instrumentos de renta variable continuaron registrando saldos negativos, en parte debido al reciente ajuste en las expectativas de crecimiento de las economías emergentes. **Otro** resaltó que en las últimas semanas los mercados han mostrado cierta mejoría y agregó que a pesar de cierta volatilidad las divisas de algunas economías emergentes se han apreciado frente al dólar y las primas de riesgo han disminuido. No obstante, mencionó que aún no se ha regresado a las condiciones financieras observadas al inicio del año, en términos de primas de riesgo y valor de las monedas emergentes con respecto al dólar. **Uno** añadió que en un entorno sujeto a riesgos se presentaron recientemente episodios de volatilidad, con lo cual las cotizaciones de las monedas de diversas economías emergentes perdieron parte del terreno que habían ganado en las semanas previas. Agregó que estas economías han enfrentado menores precios de materias primas y afectaciones en otros ingresos, lo que condujo a reducciones en las calificaciones y perspectivas de riesgo soberano.

La mayoría consideró que los mercados financieros internacionales están sujetos a diversos riesgos. Además de los asociados a la pandemia, mencionó: i) el proceso electoral en Estados Unidos; ii) el agudizamiento de tensiones comerciales; iii) conflictos políticos y geopolíticos, y iv) una posible corrección en los precios de algunos activos de mayor riesgo, como las acciones de empresas del sector tecnológico. En este contexto, **uno** mencionó que dados estos riesgos, si bien el panorama externo luce favorable, no deja de ser un equilibrio endeble. **Otro** argumentó que las economías emergentes estarían particularmente expuestas debido a su dependencia de las condiciones financieras externas y a los riesgos idiosincrásicos que enfrentan. **Uno** añadió que el entorno de debilidad económica, incertidumbre sobre la pandemia, menores ingresos públicos y presiones de gasto, implican retos importantes para el conjunto de economías emergentes. Además, destacó que en estas economías las necesidades de financiamiento del sector público se han incrementado considerablemente y podrían enfrentar mayores restricciones de financiamiento en los mercados nacionales e internacionales.

Actividad Económica en México

Todos destacaron que la actividad económica en México, después de una profunda contracción en abril y mayo, comenzó a recuperarse en junio y julio. Uno destacó que en el segundo trimestre de 2020 el PIB mostró una caída anual de 18.7% ajustada por estacionalidad y **otro** agregó que disminuyó 17.1% con respecto al primer trimestre del año en curso.

Por el lado de la oferta, la mayoría resaltó la heterogeneidad en el ritmo de recuperación de los distintos sectores. Señaló que el sector industrial ha registrado el mejor desempeño, impulsado por las manufacturas, particularmente las automotrices, y que, en contraste, los servicios siguen mostrando debilidad. Uno detalló que en julio la producción industrial registró una caída de 11.6% anual, menor a la contracción de 30.1% registrada en abril. Añadió que la construcción ha mostrado una recuperación más lenta y que en julio se contrajo 23.7% a tasa anual. Señaló que los servicios siguen mostrando debilidad, especialmente los de alojamiento, que en junio se contrajeron 28.6% a tasa anual, y los de esparcimiento y preparación de alimentos, que cayeron 68.8%. **Otro** comentó que se anticipa que el sector terciario se recupere a un menor ritmo que el secundario en tanto no exista una reapertura total de actividades.

Por el lado de la demanda, la mayoría coincidió en que su recuperación ha estado impulsada por el sector externo. Algunos resaltaron que las exportaciones comenzaron a repuntar en junio. **Uno** detalló que como porcentaje de lo exportado en diciembre de 2019, estas pasaron del 60.4% en abril a 92.1% en julio. **Otro** comentó que se prevé que las exportaciones sean el motor de la demanda.

La mayoría destacó que el consumo y la inversión siguen mostrando atonía. Uno añadió que el comportamiento de las importaciones, el consumo y la inversión sugieren una lenta reactivación de la demanda interna. **Otro** resaltó la caída pronunciada del consumo en abril y su recuperación en junio y julio, aunque destacó que continúa muy por debajo de su nivel del cierre de 2019, lo que contrasta con la recuperación de este agregado en algunas economías avanzadas que han impulsado programas de apoyo al gasto. **Uno** apuntó que en agosto algunos indicadores de consumo se ubicaron en niveles cercanos a los previos a la pandemia, mientras que otros, como las compras con tarjeta de crédito o las ventas internas

de autos, permanecen deteriorados. **Otro** mencionó que las remesas, que son un determinante del consumo, siguen expandiéndose, aunque con un comportamiento heterogéneo entre estados emisores y receptores. **Uno** señaló que la inversión no ha mostrado señales de recuperación y que su debilidad se observa en las cifras del segundo trimestre y en los indicadores oportunos de construcción e importación de bienes de capital. **Otro** enfatizó que la inversión enfrenta las afectaciones asociadas a la pandemia, que la llevaron a registrar en abril una contracción anual de 38.2% y en junio un nivel 25.2% menor al del año previo, así como un entorno poco propicio para invertir, como se destaca de los resultados de las encuestas de opinión empresarial.

Todos destacaron las fuertes afectaciones en el mercado laboral, si bien **uno** enfatizó que este mercado ha comenzado a normalizarse paulatinamente. **La mayoría notó que las tasas de subocupación, desocupación y de la población fuera de la fuerza laboral pero disponible para trabajar, siguen en niveles elevados. Algunos** puntualizaron que la tasa de desocupación pasó de 2.9% en marzo a 5.4% en julio. **Uno** señaló que después de una salida de más de 12 millones de personas de la fuerza laboral, para julio ya se habían reincorporado 7.2 millones. **Otro** destacó que si bien la tasa de participación laboral se ha recuperado a 55%, se ubica por debajo del promedio de hace seis años de alrededor de 59%. Añadió que podría tomar varios años recuperar los niveles de empleo previos a la pandemia. **Uno** agregó que entre marzo y julio se tiene una pérdida de casi 6 millones de empleos con una tasa de desempleo extendida de 22.1% en julio. Como consecuencia, la brecha laboral se ha ubicado en niveles históricamente elevados con 23.3 millones de personas que necesitan un empleo de tiempo completo. **Otro** especificó que a pesar de la mejora, 5.4 millones dejaron la fuerza laboral de marzo a julio y agregó que los empleos creados a partir de mayo se han concentrado en el sector informal. **Uno** indicó que como consecuencia de lo anterior y del aumento en el subempleo, se observa una pérdida en la calidad del trabajo con personas que han regresado a sus empleos percibiendo salarios menores. Agregó que existen efectos diferenciados por género, lo cual requerirá de mayor atención. **Algunos** detallaron que el empleo formal medido a través de los asegurados en el IMSS se contrajo en más de un millón durante los primeros siete meses del año. **Algunos** resaltaron que en agosto se registró una incipiente recuperación del empleo formal.

La mayoría señaló que la recuperación económica será difícil y prolongada y agregó que está sujeta a incertidumbre. Uno puntualizó que se anticipa una contracción de 10% en 2020 y enfatizó que la magnitud de la recuperación en los próximos meses es fundamental para determinar cuánto tiempo tomará regresar al nivel de actividad observado en el tercer trimestre de 2018 para así dejar atrás la fase de recuperación e iniciar una de expansión. Estimó que la etapa de la recuperación podría durar de dos a seis años, o incluso hasta una década si se considera el PIB per cápita. **Otro** destacó que ante la dificultad para proyectar un escenario central de crecimiento económico, el Banco de México ha mantenido tres escenarios con diferentes trayectorias de recuperación en función de la evolución de la pandemia, el desempeño de las economías avanzadas y de la demanda interna, elementos sobre los cuales persiste un alto grado de incertidumbre. **Uno** apuntó que de acuerdo con las encuestas más recientes, los analistas del sector privado ya ubican el crecimiento de largo plazo de la economía mexicana por debajo de 2%.

La mayoría coincidió en que se anticipan condiciones de holgura amplias a lo largo del horizonte en el que opera la política monetaria. Subrayó que hay riesgos a la baja para la actividad económica y destacó las implicaciones sobre la actividad productiva derivadas de la evolución de la pandemia. Uno mencionó que existe una alta probabilidad de un rebrote en el corto plazo, vinculado principalmente al relajamiento de las medidas de confinamiento, situación que podría complicarse ante el inicio de la temporada de influenza estacional. Añadió que es poco probable que aún con la disponibilidad de una vacuna haya una recuperación que de manera relativamente rápida compense la contracción observada en 2020. Ello en virtud de que se anticipa que el desbalance observado entre los determinantes del crecimiento del PIB continúe en 2021. Indicó que una expansión mayor a la esperada de la economía estadounidense y del comercio mundial, en combinación con el T-MEC, deberían impulsar las exportaciones. Sin embargo, advirtió que la recuperación del consumo será más lenta dado un desempleo elevado, temores de contagio del virus y la ausencia de un apoyo fiscal suficiente. Señaló que el último de los factores mencionados y un ambiente de negocios desfavorable, limitarían la recuperación de la inversión privada. **Otro** agregó como riesgos para el crecimiento, además de los ya descritos: i) que se prolonguen las afectaciones en la producción de bienes y servicios y en los ingresos de empresas y hogares; ii) que se presenten episodios adicionales

de aversión al riesgo en los mercados financieros; iii) presiones en los ingresos públicos que pudieran afectar las perspectivas del riesgo soberano y las condiciones de acceso a los mercados financieros, y iv) problemas de solvencia en hogares y empresas afectados por la pandemia.

Inflación en México

Todos destacaron que la inflación general se ubicó en agosto por encima de 4%. La mayoría destacó que con ello rebasó el límite superior del rango de variabilidad alrededor de la meta de 3%. Uno detalló que en ese mes la inflación alcanzó su mayor nivel desde mayo de 2019. **Otro** agregó que esta ha aumentado durante los últimos cuatro meses, lo que contrasta con la tendencia a la baja de la inflación en numerosas economías avanzadas y emergentes.

La mayoría consideró que la inflación ha seguido resintiendo los efectos de la pandemia, que ha implicado choques de oferta y demanda, propiciando una recomposición de precios relativos. Uno mencionó que estos ajustes se han dado en el contexto de una marcada debilidad de la demanda. Resaltó que las variaciones mensuales ajustadas por estacionalidad de los rubros que presentaron choques al alza en los últimos meses han comenzado a mostrar variaciones más cercanas a su promedio de los últimos diez años. **Otro** argumentó que los choques de oferta y demanda, así como el comportamiento del tipo de cambio, se reflejan tanto en la evolución divergente de precios de mercancías y servicios, como en aumentos contrastantes en distintos rubros de la canasta del INPC. Señaló que poco más de la mitad de dicha canasta registra incrementos mensuales anualizados mayores a 4% y cerca de una tercera parte menores a 2%. Apuntó que la inflación general se ha mantenido elevada y por encima de lo esperado al materializarse algunos riesgos al alza para el componente subyacente. **Uno** mencionó que los servicios y los energéticos tienen inflaciones por debajo de sus respectivos promedios históricos, mientras que las mercancías alimenticias y los productos agropecuarios exhiben inflaciones acumuladas por encima de estos niveles, si bien los datos más recientes sugieren cierta moderación o estabilización.

Profundizando sobre el componente subyacente, todos mencionaron que la inflación de servicios se mantiene baja y la de mercancías aumentó. Uno apuntó que los precios de los servicios han resentido una menor demanda por las medidas de distanciamiento social y la reducción del gasto privado. **Otro** indicó que la inflación de servicios se

ha situado por debajo del nivel objetivo, aunque ello no ha contrarrestado las presiones al alza en los precios de las mercancías. **Uno** señaló que la menor inflación de servicios se ha atenuado lo que, aunado a los aumentos en la inflación de las mercancías, ha impuesto presiones al alza en la subyacente. **Algunos** detallaron que las mercancías alimenticias se han visto presionadas por disrupciones en las cadenas de suministro, cambios en las canastas de consumo y la concentración del gasto en estos bienes. **Uno** añadió que los cambios en el IEPS a bebidas azucaradas y tabaco también han influido. **Otro** resaltó que las presiones derivadas de los precios de las mercancías se han generalizado, ya que si bien las alimenticias registran un aumento anual más elevado, las no alimenticias están contribuyendo en mayor medida a la aceleración de la inflación.

Respecto de la inflación no subyacente, la mayoría destacó el aumento en los precios de los energéticos. Uno añadió que la evolución de dichos precios refleja los efectos de los recortes en la oferta y la reciente recuperación en la actividad económica mundial. **Algunos** notaron el incremento en los precios de los agropecuarios.

Algunos comentaron que las expectativas de la inflación general para el cierre de 2020 y, en menor medida, para 2021, se incrementaron. **Uno** consideró que ello sugiere que el panorama menos favorable comienza a extenderse al próximo año. **Otro** notó que las expectativas correspondientes al cierre de 2021 se ubican muy por encima de las del Banco Central y agregó que las de corto plazo del componente subyacente también han seguido aumentando. **Algunos** agregaron que las expectativas de mediano y largo plazos se mantuvieron estables en niveles superiores a la meta de 3%. Al respecto, **uno** resaltó que la dispersión alrededor de 3.5% prácticamente ha desaparecido, lo que indica un arraigo más firme de las expectativas de largo plazo en niveles superiores a la meta. Por su parte, **otro** consideró que a pesar del reciente aumento en la inflación, las expectativas para el mediano plazo y el cierre de 2021 se han mantenido estables y las correspondientes a los siguientes 12 meses han disminuido después haberse incrementado al inicio de la pandemia, aunque continúan por encima de la meta de 3%. Añadió que el promedio de uno a diez años de las expectativas de inflación anual extraídas de instrumentos de mercado se ubicó alrededor de 3% en septiembre, lo que sugiere que el incremento reciente en los precios es considerado transitorio y que no ha contaminado a las expectativas de inflación.

Todos señalaron que se anticipa que la inflación converja a la meta en el horizonte en el que opera la política monetaria. Uno notó que en el escenario esperado para la inflación, se prevé que en el corto plazo esta refleje los efectos de algunos ajustes de precios que se han presentado recientemente. Puntualizó que en el horizonte de pronóstico de 12 a 24 meses se anticipa que las inflaciones general y subyacente se ubiquen alrededor de 3%. Otro consideró que hacia delante los precios seguirán contenidos por una demanda deprimida y por los bajos precios de los energéticos. Especificó que algunos sectores que experimentaron aumentos en ventas y precios como consecuencia de una recomposición del gasto, ya comenzaron a resentir el efecto de la disminución en la demanda agregada. Uno estimó que, por su naturaleza, tanto los choques de oferta como las presiones al alza sobre ciertos productos como resultado de la pandemia deberían desaparecer o al menos mitigarse una vez que el problema sanitario se resuelva, mientras que la debilidad económica seguramente persistirá por más tiempo. En este contexto, algunos argumentaron que el efecto de la contracción de la demanda sobre los precios debería prevalecer, contribuyendo a la convergencia de la inflación a la meta.

Uno mencionó que se anticipa que las presiones de oferta y demanda sobre la inflación continuarán hasta el primer semestre de 2021, para después desacelerarse y alcanzar la meta al final de ese año. Señaló que la inflación subyacente aún se encuentra sujeta a presiones derivadas de incrementos en los precios de los energéticos, el tipo de cambio y los salarios. Destacó que, en particular, el subcomponente de mercancías alimenticias se ha visto presionado por cambios impositivos, disrupciones en las cadenas de suministro y cambios en las canastas de consumo. Sin embargo, indicó que se prevé que estas sean temporales. Por su parte, otro comentó que tanto la inflación general como sus componentes mantienen una tendencia al alza, a pesar de márgenes de holgura amplios y de la apreciación cambiaria. Notó que si bien se sigue anticipando que la inflación converja a 3% en el cuarto trimestre de 2021, la trayectoria prevista se ajustó al alza para todo el horizonte de pronóstico.

En lo referente al balance de riesgos para la inflación, algunos destacaron el riesgo de episodios adicionales de depreciación cambiaria, opinando uno de ellos que esto es de especial relevancia en un entorno caracterizado por numerosos retos tanto internos como externos. En adición a lo anterior, señaló que el escenario para la inflación también enfrenta diversos riesgos derivados del

comportamiento reciente de la inflación y del impacto relativo de choques de oferta y demanda. Otro apuntó que no pueden descartarse afectaciones adicionales por el lado de la oferta. Uno se refirió a la persistencia de la inflación subyacente, destacando que esta ha registrado una media de 3.7% desde hace 30 meses y que se prevé que se mantenga hasta marzo de 2021. Agregó que a pesar de que es difícil anticipar la trayectoria de la inflación no subyacente, esta podría revertirse a su media histórica de alrededor de 6%, ocasionando una desviación del escenario base. Destacó también el riesgo de un desanclaje de las expectativas de inflación, derivado de que la inflación se ha mantenido por encima de la meta por un periodo prolongado, si bien comentó que los analistas coinciden en que dicha desviación es transitoria. Añadió el riesgo asociado al impacto de la política salarial y las expectativas de un aumento importante en 2021. Puntualizó que a partir de 2018, el costo unitario de mano de obra ha aumentado y la productividad disminuido; lo que implica que los márgenes de ganancia se han reducido y/o ha habido un traslado a precios parcial o total. En este contexto, algunos consideraron que el balance de riesgos para la trayectoria esperada de la inflación se mantiene incierto. Uno señaló que a pesar de lo anterior, se observa un aumento en los riesgos al alza. Por su parte, otro opinó que los riesgos se encuentran balanceados y que no identifica factores que pudieran afectar significativamente la trayectoria anticipada para la inflación en los pronósticos del Instituto Central. Consideró que ello implica que la inflación regresará a su meta en el horizonte en el que opera la política monetaria.

Entorno Macrofinanciero

En lo referente a los mercados financieros, la mayoría destacó la apreciación del peso mexicano, si bien recientemente ha estado sujeto a episodios de volatilidad. Algunos mencionaron que el peso ha sido una de las divisas que más se apreciaron entre las monedas de países emergentes. Uno comentó que si bien el saldo negativo de la posición cambiaria neta dejó de ampliarse, el acumulado anual de los flujos a instrumentos de renta fija sigue siendo negativo por más de 14 mil millones de dólares.

La mayoría comentó que se han registrado ingresos moderados de capital extranjero. Algunos agregaron que el riesgo soberano ha mejorado, si bien se mantiene por encima de su nivel de principios de año. Uno detalló que recientemente aumentó marginalmente. Algunos señalaron que

las tasas de interés de valores gubernamentales mostraron ajustes acotados y mixtos. **Uno** señaló que el mercado bursátil disminuyó en línea con la tendencia global.

En este contexto, **algunos** observaron que las condiciones de operación permanecen deterioradas. No obstante, **uno** destacó la mejoría en las condiciones del mercado de renta fija y comentó que los mercados financieros seguirán mejorando conforme se avance en la recuperación, aunque no se descartan episodios de volatilidad. **Otro** destacó que el riesgo de episodios de turbulencia propiciados por factores internos o externos sigue latente, como lo muestra la experiencia reciente con el tipo de cambio.

La mayoría señaló que la situación de las finanzas públicas constituye un factor de riesgo. Al respecto, **uno** comentó que entre 2019 y 2020 los Requerimientos Financieros del Sector Público en 2020 se incrementarán de 2.3 a 4.7%, mientras que su saldo histórico aumentará de 44.8 a 54.7% como porcentaje del PIB. **Algunos** destacaron que el paquete económico para 2021 representa una continuación de la política de los dos años previos, con un énfasis en un manejo austero de las finanzas públicas y en una orientación del gasto hacia programas prioritarios de la administración. **Uno** subrayó el modesto aumento propuesto para el gasto en salud y la caída en la inversión pública a su nivel más bajo en 20 años. Enfatizó que la asignación de recursos y la rentabilidad social de los proyectos que se prevé financiar, comprometerán aún más el crecimiento potencial del país.

Algunos resaltaron el riesgo que representa el agotamiento de los recursos de los fondos de estabilización para 2021. Argumentaron que algunos de los supuestos en los que descansa el paquete podrían no materializarse, destacando los relacionados con la evolución de la producción de petróleo y la actividad económica. **Uno** detalló que la meta de ingresos petroleros asume una plataforma de producción de 1.8 millones de barriles diarios, comparados con 1.6 millones que se producen actualmente. Indicó que la prolongación de las medidas de confinamiento por un control insuficiente de la crisis sanitaria ha tenido un impacto mayor al esperado en la actividad económica, ejerciendo presiones adicionales sobre las finanzas públicas. **Otro** enfatizó la necesidad de considerar una reorientación del gasto gubernamental y fortalecer de manera permanente los ingresos públicos.

La mayoría externó preocupación por la situación de Pemex. **Algunos** destacaron la posibilidad de que se requieran apoyos fiscales adicionales. **Uno** consideró que lo anterior, al igual que una materialización de recortes en la calificación de la petrolera o soberana y presiones de gasto debido a la extensión de la pandemia, podría afectar negativamente a las finanzas públicas. **Otro** enfatizó que estas enfrentan retos derivados de la ausencia de una solución de largo plazo a los problemas de Pemex.

Algunos comentaron que el impacto de la pandemia continuó afectando el financiamiento a empresas y hogares. **Uno** señaló que la variación anual del crédito de la banca comercial a las empresas continúa en terreno negativo. Indicó que la disminución en el crédito es particularmente preocupante para las empresas de menor tamaño, el cual cayó en julio en -5.4% a tasa anual. Añadió que el diferencial entre la tasa que estas enfrentan y la tasa libre de riesgo siguió aumentando, lo cual implica que el costo del crédito no está disminuyendo al mismo ritmo que la tasa de referencia, lo que dificulta el restablecimiento del flujo crediticio. **Otro** destacó que si bien se presentó un apretamiento en las condiciones de financiamiento bancario, los ajustes se han moderado recientemente. Señaló que se ha atenuado el deterioro de la morosidad de la cartera de consumo y empresarial.

La mayoría subrayó que hay un entorno poco propicio para la inversión privada. **Uno** mencionó que los plantones continuos, la tomas de infraestructura ferroviaria y de casetas de peaje, el resurgimiento del robo de combustible y el aumento en la inseguridad desalientan la inversión privada necesaria para un crecimiento económico sostenido. **Otro** agregó que la falta de un apoyo fiscal suficiente aumentará el riesgo de daños de largo plazo en el aparato productivo, especialmente en el caso de las pequeñas y medianas empresas. Apuntó que este entorno, combinado con un ambiente de negocios desfavorable, limitará la recuperación de la inversión. **Uno** resaltó que una política adversa a la inversión privada comprometerá aún más el crecimiento potencial.

Otro argumentó que ante un entorno complejo como el descrito, se requiere de una postura macroeconómica sólida y sostenible en el tiempo, que contribuya a un ajuste ordenado de los mercados financieros y de la economía en su conjunto. Ello en un marco que mantenga la sostenibilidad de las finanzas públicas, una inflación

baja y estable y un sistema financiero sólido y bien capitalizado.

Política Monetaria

Considerando los riesgos mencionados para la inflación, la actividad económica y los mercados financieros, se plantean retos importantes para la política monetaria y la economía en general y con base en los escenarios previstos para la inflación, y considerando el espacio que en balance estos otorgan a la política monetaria, todos coincidieron en reducir en 25 puntos base el objetivo para la Tasa de Interés Interbancaria a un día a un nivel de 4.25%. También consideraron que la conducción de la política monetaria dependerá de la evolución de los factores que inciden sobre las perspectivas de inflación y sus expectativas, incluyendo los efectos que en ambas pudiera tener la pandemia.

Uno comentó que entre los retos que enfrenta la política monetaria ante la compleja coyuntura destacan los importantes choques de oferta y de demanda que afectan a la actividad económica y a la inflación, así como la fragilidad que prevalece en los mercados financieros globales y el apetito por riesgo, que están sujetos a episodios de volatilidad y salidas de capital. Subrayó que la inflación ha seguido resintiendo los efectos de la pandemia y que ha aumentado en los últimos meses. Si bien recordó que se prevé que las inflaciones general y subyacente se ubiquen en la meta en el horizonte en que opera la política monetaria, enfatizó que persisten factores de riesgo para la inflación. Agregó que para consolidar un ajuste ordenado de la economía nacional y mantener una inflación baja y estable, se requiere un buen funcionamiento en los mercados financieros nacionales. Considerando lo anterior, destacó el espacio limitado con el que cuenta la política monetaria y que hacia delante el espacio disponible dependerá de la evolución de los factores que inciden sobre los pronósticos de inflación.

Otro señaló que al inicio de la pandemia la política monetaria enfrentó retos sin precedente, al desconocerse los posibles impactos que el choque tendría sobre la economía, su duración, profundidad, alcance y riesgos. Agregó que actualmente se cuenta con información valiosa que debe incorporarse en la decisión de política monetaria, si bien se mantiene una marcada incertidumbre. Mencionó que aunque se ha observado una evolución favorable de los mercados financieros, la dinámica de los precios, la evolución de las

expectativas de inflación, así como la persistencia de incertidumbre a nivel global y de factores de riesgo idiosincrásico indican que debe reforzarse la prudencia y cautela en la conducción de la política monetaria. Consideró que con la reducción de 25 puntos base referida es probable que el espacio para el relajamiento monetario se haya agotado, lo que permitirá inducir la trayectoria de la inflación y sus expectativas hacia el objetivo de 3% en el horizonte en que opera la política monetaria. Finalmente, destacó que el comunicado de política monetaria debe transmitir el mensaje de que la trayectoria y los niveles actuales de inflación han reducido el margen para futuros recortes y que las decisiones futuras dependerán de las afectaciones que se observen en la trayectoria de la inflación hacia el objetivo de 3%.

Uno destacó que ante la incertidumbre sobre el impacto de la pandemia en la economía, no se cuenta con información clara sobre cuál será el comportamiento de los principales agregados macroeconómicos durante el periodo de influencia de la política monetaria. Apuntó que los ejercicios estadísticos realizados sugieren que la convergencia de la inflación a la meta es viable durante el segundo semestre del 2021, aun con una reducción adicional de la tasa de política monetaria. No obstante, enfatizó que los riesgos al alza para la inflación se han incrementado. Al respecto, subrayó que la inflación en las últimas semanas se ubicó por encima de las expectativas del Banco Central y de la meta, lo que ha resultado en cierto aumento de las proyecciones para los próximos meses. Por otra parte, agregó que los ajustes a la tasa de referencia desde agosto de 2019 han disminuido o incluso revertido el diferencial de tasas de interés comparable con otras economías emergentes, acarreando desafíos para una economía altamente expuesta a movimientos de capital y con una moneda muy líquida a nivel internacional. Señaló que esto se da en un contexto en el que las expectativas de inflación tanto para la segunda mitad de 2021 como para el largo plazo no han convergido a la meta. Añadió que lo anterior se combina con otras fuentes de incertidumbre, adicionales a las vinculadas a la pandemia, incluyendo, entre otras, las elecciones presidenciales en Estados Unidos, retos para Pemex y las finanzas públicas de México, riesgos para la calificación soberana del país que podrían incluso afectar el grado de inversión, una política salarial para 2021 por definirse y un importante proceso electoral en México en ese año. Consideró que bajo estas circunstancias, la implementación de una política monetaria inclusive más prudente que en meses anteriores es una necesidad. Señaló que ello implica no solo

desacelerar el ritmo de relajamiento de la política monetaria, sino también reconocer que los márgenes para un relajamiento adicional probablemente ya se agotaron, lo que subraya la conveniencia de iniciar una pausa tras esta decisión, si bien reconoció que ello dependerá de la evolución de la inflación y sus expectativas.

Otro consideró que la reducción referida de 25 puntos base beneficiaría a la economía mexicana sin poner en riesgo la estabilidad de precios. Opinó que el ciclo de relajamiento debe desacelerarse, pero que hay espacio para continuar, ya que desde varias perspectivas, en su opinión, la flexibilización monetaria aún es insuficiente. Comparando la situación actual con la crisis de 2009, señaló que la caída del PIB fue de -6.5% en los primeros nueve meses de 2009, mientras que en los primeros seis meses de 2020 ha sido de -10.1%. Agregó que la inflación y sus expectativas tienen actualmente un comportamiento más favorable que hace once años. Destacó que las expectativas de inflación para los siguientes 12 meses se ubican en 3.58%; mientras que en 2009 se encontraban muy por encima de 4% y llegaron a rebasar 5%. Agregó que la persistencia de la inflación mensual se ha reducido a menos de la mitad del nivel que tenía en 2009, lo que contribuye a prevenir la contaminación de las expectativas. Así, consideró que estos elementos permiten llevar a cabo un relajamiento al menos equivalente al de 2009, cuando la flexibilización monetaria llevó la tasa real a niveles incluso negativos. Sostuvo que detener el actual ciclo de relajamiento implicaría desconocer los logros alcanzados por el Banco de México y privaría a la economía de un impulso adicional, que podría ser altamente beneficioso y muy necesario en las circunstancias actuales. Al respecto, señaló que diversos estudios muestran que el canal de crédito de la política monetaria opera en México. Opinó que una política monetaria acomodaticia puede reducir el costo del crédito, contribuyendo a que este fluya hacia hogares y empresas. Se refirió a diversos rubros de la demanda que están asociados al crédito y que se mantienen deprimidos, tales como las compras con tarjetas de crédito, las ventas internas de vehículos y la inversión. Consideró que, por ello, la política monetaria es aún insuficiente y puede jugar todavía un rol importante en el proceso de recuperación económica. Añadió que los efectos económicos negativos asociados a una tasa de interés real muy alta están documentados en la literatura. Al respecto, hizo referencia al caso de Estados Unidos durante la crisis financiera global y al cambio reciente en la estrategia de política monetaria de la Reserva Federal. Por otra parte,

argumentó que si bien la inflación observada en México es mayor que en otras economías emergentes, la variable clave es la tasa real ex-ante, que es función de las expectativas de inflación y no de la inflación observada. Señaló que la inflación esperada en México no se ha modificado significativamente y se encuentra bien anclada, por lo que las tasas reales ex-ante son positivas, lo que eventualmente podría ser incompatible con una recuperación sostenida. Consideró que no sería conveniente mandar la señal de que el ciclo de relajamiento ha terminado. Apuntó que las condiciones actuales de la economía mexicana podrían alinearse con lo que están haciendo otros bancos centrales y contribuir al proceso de recuperación, sin poner en riesgo el objetivo prioritario de estabilidad de precios.

Uno consideró que el relajamiento monetario debe continuar ante una actividad económica deprimida que enfrenta una recuperación difícil, frágil y que pudiera ser prolongada. Sin embargo, señaló que es aconsejable ajustar su velocidad y poner mayor atención al desempeño de los indicadores económicos en los siguientes meses. En su opinión, dicho ajuste obedece a cuatro factores. En primer término, mencionó el panorama inflacionario descrito. Al respecto, destacó que el incremento de la inflación actual puede no ser temporal y que diversos choques pueden desplazar a la inflación de la trayectoria prevista. En segundo término, comentó que el espacio que ofrecen las posturas monetarias absoluta y relativa empieza a estrecharse. Con respecto a la postura absoluta, apuntó que el incremento temporal de la inflación ha contrarrestado parcialmente el espacio que ofrece la desaceleración económica. En cuanto a la postura relativa, mencionó que hay espacio debido tanto a la expectativa de que la Reserva Federal mantenga tasas de interés bajas por un periodo prolongado como a la contención de la aversión al riesgo a nivel global. Sin embargo, consideró que el diferencial de tasas de nuestra economía no es tan elevado al considerar la volatilidad cambiaria, por lo que cada reducción adicional de este se tiene que hacer con cautela. Notó que ante el mayor apetito por riesgo y la fuerte apreciación cambiaria observada en las últimas semanas, es probable que el diferencial de tasas comience a ser más relevante. Añadió que la salida de flujos de portafolio parece haberse detenido, si bien aún estamos lejos de recuperar los flujos de inversión perdidos debido a los choques de la pandemia. En tercer término, señaló que mantener el ritmo actual de relajamiento puede interpretarse como que el objetivo de estabilidad de precios pasó a segundo término. Agregó que la reducción de

tasas tiene un impacto limitado, ya que el canal de crédito es ineficiente debido a la poca profundidad crediticia y la baja inclusión financiera. En contraste, consideró que el canal de expectativas ha mostrado mayor efectividad. En este sentido, fortalecer la credibilidad del banco sobre su compromiso para contener el incremento de precios es fundamental. En cuarto término, hizo referencia a los riesgos idiosincrásicos con respecto a las finanzas públicas y la incertidumbre para la inversión, entre otros mencionados anteriormente. Finalmente, resaltó la importancia de nunca desatender el tema inflacionario y evitar que la pérdida del poder adquisitivo erosione aún más a los hogares, que actualmente enfrentan mermas significativas en sus ingresos.

La mayoría apuntó que las medidas extraordinarias adoptadas por el Instituto Central han atenuado el impacto de la crisis sobre el sistema financiero. Resaltó la importancia de la extensión reciente hasta el 28 de febrero de 2021 de estas medidas para el funcionamiento de los mercados financieros, ante los retos que se siguen enfrentando. Adicionalmente, algunos subrayaron la necesidad de monitorear las reestructuras de cartera crediticia al amparo de los criterios contables especiales ante el fin de su vigencia, debido a que estas podrían tener implicaciones para la estabilidad financiera, y resaltaron los riesgos sobre la capacidad de pago de los hogares y empresas más afectados por la pandemia. **Uno** destacó también los potenciales retos para el sistema financiero conforme la crisis se refleje con mayor fuerza en la solvencia de algunas empresas.

3. DECISIÓN DE POLÍTICA MONETARIA

Considerando los riesgos mencionados para la inflación, la actividad económica y los mercados

financieros, se plantean retos importantes para la política monetaria y la economía en general. Con base en los escenarios previstos para la inflación y considerando el espacio, si bien limitado, que en balance estos otorgan a la política monetaria, con la presencia de todos sus miembros la Junta de Gobierno decidió por unanimidad reducir en 25 puntos base el objetivo para la Tasa de Interés Interbancaria a un día a un nivel de 4.25%. La conducción de la política monetaria dependerá de la evolución de los factores que inciden sobre las perspectivas de inflación y sus expectativas, incluyendo los efectos que en ambas pudiera tener la pandemia.

La Junta de Gobierno tomará las acciones que se requieran con base en la información adicional y considerando la fuerte afectación a la actividad productiva, así como la evolución del choque financiero que enfrentamos. Ello a fin de que la tasa de referencia sea congruente con la convergencia ordenada y sostenida de la inflación general a la meta del Banco de México en el plazo en el que opera la política monetaria. Perseverar en fortalecer los fundamentos macroeconómicos y adoptar las acciones necesarias en los ámbitos monetario y fiscal, contribuirá a un mejor ajuste de los mercados financieros nacionales y de la economía en su conjunto.

4. VOTACIÓN

Alejandro Díaz de León Carrillo, Irene Espinosa Cantellano, Gerardo Esquivel Hernández, Javier Eduardo Guzmán Calafell y Jonathan Ernest Heath Constable votaron a favor de reducir el objetivo para la Tasa de Interés Interbancaria a un día en 25 puntos base a un nivel de 4.25%.

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 información disponible indica que la recuperación de la actividad económica mundial iniciada en mayo y junio continuó durante julio y agosto, si bien a un ritmo más moderado, persistiendo una elevada heterogeneidad entre países. Dicha tendencia ha sido impulsada por un mayor dinamismo del consumo privado, por cierta reactivación de la inversión y por un mayor volumen de comercio internacional, reflejándose esto último en una gradual expansión de la actividad manufacturera. Adicionalmente, indicadores de más alta frecuencia, tales como los índices de gerentes de compras y los indicadores de movilidad, siguen mostrando una gradual mejoría (Gráfica 1). A su vez, en la mayoría de las economías avanzadas las inflaciones general y subyacente han aumentado recientemente debido, principalmente, al repunte en los precios de la energía y de los bienes, en un entorno de gradual reapertura de la actividad económica. No obstante, la inflación general permanece por debajo de los objetivos de sus respectivos bancos centrales. Por su parte, en las economías emergentes el comportamiento de la inflación ha sido más heterogéneo.

En este contexto, las autoridades monetarias y fiscales han continuado implementando medidas de estímulo para atenuar los efectos adversos de la pandemia sobre la economía. En particular, los principales bancos centrales, además de mantener las tasas de interés en niveles históricamente bajos y continuar utilizando su balance para propiciar un buen funcionamiento de los mercados financieros, enfatizaron su compromiso de mantener una postura acomodaticia por un periodo prolongado para alcanzar su meta de inflación. Las medidas de estímulo monetario, fiscal y financiero implementadas en las economías avanzadas, aunadas a la gradual recuperación de su actividad económica y ciertos avances en el desarrollo de una vacuna contra el COVID-19, favorecieron una

relativa estabilidad de los mercados financieros en el periodo inmediato posterior a la última decisión de política monetaria en México. No obstante, en semanas recientes se han registrado episodios de volatilidad asociados a una combinación de factores, entre ellos, la incertidumbre respecto a la aprobación de un nuevo paquete de apoyo fiscal en Estados Unidos, pausas en el desarrollo de una vacuna contra el COVID-19, un aumento en los casos de contagio en diversos países, preocupaciones en torno a la valuación de algunos activos financieros, y la posibilidad de que la salida del Reino Unido de la Unión Europea se dé sin un acuerdo comercial.

En este entorno, los pronósticos de organismos multilaterales para el crecimiento de la economía mundial en 2020 han sido revisados al alza debido a la materialización de una contracción menor a la anticipada en el segundo trimestre, particularmente en las economías avanzadas. A su vez, las expectativas para 2021 se revisaron ligeramente a la baja en respuesta a la menor contracción esperada en 2020 y a la perspectiva de que el distanciamiento social continuará durante ese año. Cabe destacar que dichas previsiones están sujetas a un alto grado de incertidumbre. En efecto, el número de contagios en Estados Unidos y en América Latina se mantiene elevado y en muchos países europeos y asiáticos se han incrementado nuevamente, lo que pudiera resultar en nuevas medidas de confinamiento que pudieran limitar la recuperación de la actividad económica.

Gráfica 1
Global: Índice de Gerentes de Compras:
Producción
Índice de difusión, a. e.



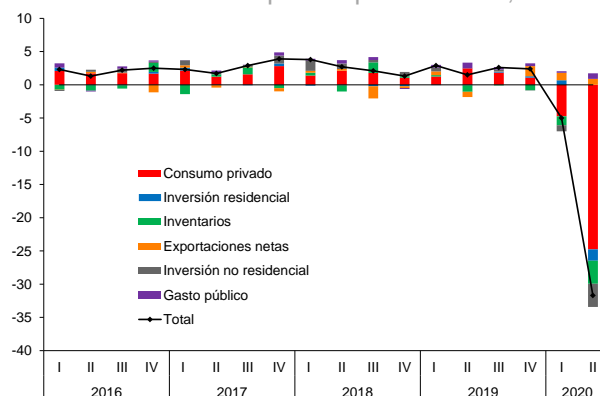
En Estados Unidos, los indicadores disponibles sugieren un repunte de la actividad económica en el tercer trimestre del año, luego de que esta se contrajera a una tasa anualizada y ajustada por estacionalidad de 31.7% en el segundo (Gráfica 2). Dicha recuperación estaría impulsada por el gasto en consumo personal, a su vez apoyado por los estímulos fiscales y la reapertura de la economía, así como por la inversión residencial ante las bajas tasas de interés hipotecarias. Otros indicadores, como los pedidos de bienes de capital y las exportaciones, han registrado una recuperación más moderada. Por otro lado, indicadores de mayor frecuencia, tales como los índices de gerentes de compras y los indicadores de movilidad, son congruentes con un repunte de la actividad en el tercer trimestre.

Durante julio y agosto, la producción industrial de Estados Unidos moderó su ritmo de recuperación, al aumentar a una tasa promedio mensual de 1.8%, después de expandirse 6.1% en junio. Esta tendencia reflejó cierta desaceleración de las manufacturas y un estancamiento de la actividad minera; esto último debido al impacto negativo del huracán Laura durante agosto.

Asimismo, la recuperación del empleo en Estados Unidos continuó en julio y agosto, derivada, en parte, de la reincorporación a sus labores de trabajadores despedidos temporalmente. En particular, la tasa de desempleo, después de ascender a 14.7% en abril, ha mantenido una tendencia a la baja, ubicándose en 8.4% en agosto. No obstante, continúa situándose por encima de los niveles previos a la pandemia. En el sector no agrícola se han recuperado entre mayo y agosto 10.6 millones de los más de 22 millones de empleos perdidos durante marzo y abril. Por su parte, el nivel de las solicitudes iniciales de seguro de desempleo siguió disminuyendo, si bien aún se mantiene elevado.

Gráfica 2
EUA: PIB Real y Componentes

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



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

En la zona del euro, los indicadores disponibles también apuntan a una gradual recuperación de la actividad económica en el tercer trimestre. En particular, dentro de las principales economías de la región, las ventas al menudeo siguieron recuperándose en julio, aunque a un ritmo más moderado, luego del fuerte repunte de mayo y junio. Dicha recuperación estuvo apoyada por la mayor movilidad y la mejoría de la confianza de los consumidores. A su vez, la producción industrial continuó expandiéndose en julio, reflejando avances en todos sus rubros. Por su parte, los índices de gerentes de compras de agosto sugieren una moderación en el ritmo de recuperación de la actividad económica, particularmente en el sector de servicios. En este contexto, la tasa de desempleo aumentó solo moderadamente, de 7.7% en junio a 7.9% en julio, en gran parte como resultado de la implementación de diversos programas de retención de personal, así como de una menor participación laboral en varios de los países de la región.

En el Reino Unido, los indicadores disponibles a julio sugieren un repunte de la actividad económica, apoyado principalmente por la expansión de las manufacturas y la construcción, al tiempo que la recuperación de los servicios ha sido más moderada, manteniéndose aún por debajo del nivel previo a la pandemia a pesar del levantamiento de restricciones a la movilidad y de la reapertura de centros comerciales. Los índices de gerentes de compras siguieron mejorando en agosto, incluyendo una mayor recuperación en el sector de servicios en ese mes. En este contexto, la tasa de desempleo aumentó de 3.9% en junio a 4.1% en julio, en tanto que el número de trabajadores empleados parcialmente se mantuvo elevado.

En Japón, los indicadores disponibles apuntan a una gradual recuperación de la actividad económica en el tercer trimestre del año. En particular, los indicadores de consumo interno, tras un fuerte repunte de junio, exhibieron cierta moderación en julio ante el incremento en el número de contagios por COVID-19. Por su parte, la producción industrial y los nuevos pedidos mostraron un repunte en julio y el índice de gerentes de compras del sector manufacturero siguió mejorando en agosto, si bien este último se ubica aún en zona de contracción. En este contexto, la tasa de desempleo se mantuvo en un nivel bajo, en parte como resultado de los programas de retención de empleo, aumentando de 2.8% en junio a 2.9% durante julio.

En las economías emergentes, las condiciones económicas continúan variando considerablemente en función de la propagación de la pandemia, de la efectividad de las medidas para contenerla y de las medidas de estímulo implementadas. En China, los indicadores de actividad de agosto sugieren que la recuperación económica se extendería al tercer trimestre del año, impulsada tanto por la actividad industrial, como por las exportaciones, el consumo y la inversión. Por su parte, en economías emergentes de Europa del Este y de Asia, los indicadores disponibles a julio y agosto, principalmente relacionados con la producción industrial y el comercio exterior, sugieren una gradual recuperación en República Checa, Hungría, Polonia, Rusia, India, Malasia, Filipinas, entre otras. Finalmente, en la mayoría de las economías de América Latina la actividad económica se ha mantenido débil.

Los precios internacionales de las materias primas registraron un comportamiento mixto desde la última decisión de política monetaria en México. En particular, los precios del petróleo continuaron aumentando durante agosto, impulsados por la percepción de cumplimiento del acuerdo de recortes a la producción por parte de los miembros de la OPEP y otros productores y el temor generado por los huracanes que se presentaron en el Golfo de México. Posteriormente, los precios disminuyeron a inicios de septiembre ante el aumento de los contagios de COVID-19 en diversos países, lo que aumentó la incertidumbre sobre el ritmo de recuperación económica mundial, si bien en fechas recientes los precios aumentaron nuevamente ante declaraciones de la OPEP respecto a que tomarán medidas enérgicas contra los países que no cumplan con los recortes de producción acordados. Por otro lado, los metales industriales han mantenido una tendencia al alza debido a la reactivación de la

actividad industrial, mientras que el oro retrocedió ligeramente como resultado de un mayor apetito por riesgo, luego de alcanzar su máximo histórico en agosto. Finalmente, los precios de los granos se vieron impulsados por la paulatina recuperación de la demanda de estos bienes, así como por condiciones climáticas desfavorables, especialmente en Estados Unidos.

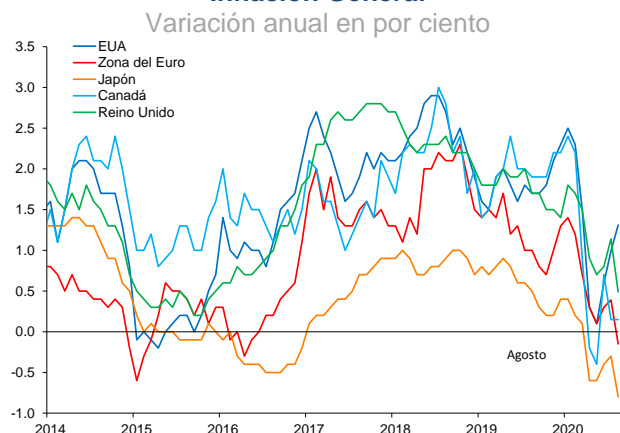
A.1.2. Política monetaria y mercados financieros internacionales

En la mayoría de las economías avanzadas, la inflación general ha aumentado recientemente debido, principalmente, al repunte en los precios de la energía, si bien se mantiene por debajo de los objetivos de sus respectivos bancos centrales (Gráfica 3). Asimismo, la inflación subyacente repuntó como reflejo, en gran parte, del aumento en los precios de bienes, mientras que, en general, los precios de los servicios continúan débiles. En este contexto, las expectativas de inflación derivadas de instrumentos financieros para las principales economías avanzadas han aumentado recientemente, aunque se mantienen en niveles bajos en general.

En las economías emergentes, las inflaciones general y subyacente mostraron un comportamiento heterogéneo, reflejando una combinación de factores. Así, si bien el debilitamiento de la actividad económica y la disminución en los precios de algunos servicios contribuyeron con presiones a la baja en la mayoría de los países, varias economías registraron presiones al alza provenientes de incrementos en los precios de la energía y de los alimentos, así como de la depreciación de sus divisas.

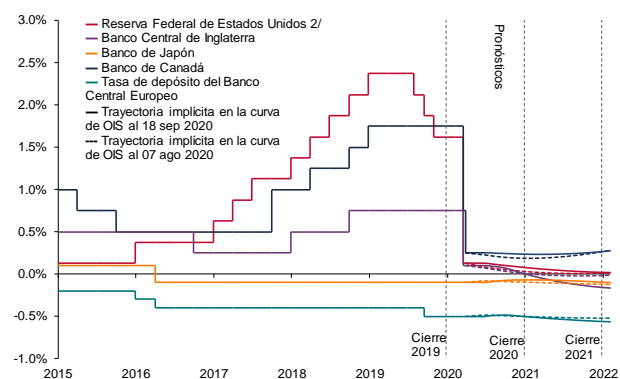
En este contexto, los principales bancos centrales, además de mantener sus tasas de interés de referencia en niveles históricamente bajos y seguir utilizando su balance para propiciar un funcionamiento ordenado de los mercados financieros, enfatizaron su compromiso de mantener una postura acomodaticia por un periodo prolongado mediante ajustes a su guía futura respecto a sus tasas de interés o programas de compra de activos, o bien, sugiriendo la posible adopción de nuevos instrumentos de política monetaria para alcanzar su meta de inflación. Así, hacia delante, las expectativas extraídas de instrumentos de mercado siguen anticipando que los bancos centrales mantendrán una postura de política monetaria altamente acomodaticia (Gráfica 4).

Gráfica 3
Economías Avanzadas Seleccionadas:
Inflación General



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

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 del periodo destacan:

- i) La Reserva Federal anunció en agosto modificaciones a su estrategia de política monetaria, adoptando un esquema de metas de inflación promedio flexible. Entre los cambios más significativos, el Comité Federal de Mercado Abierto (*FOMC*, por sus siglas en inglés) enfatizó que el máximo empleo se considera un objetivo amplio e inclusivo e informó que sus decisiones buscarán eliminar el “déficit del empleo respecto a su nivel de pleno empleo”. Además, indicó que buscará alcanzar una inflación promedio de 2% a lo largo del tiempo. Así, en su reunión de septiembre, dicha institución mantuvo sin cambio su rango de entre 0 y 0.25%

para la tasa de interés de fondos federales y ajustó el lenguaje de su comunicado para adecuarlo a las modificaciones en su estrategia de política monetaria. En este sentido, señaló que espera que será apropiado mantener el rango de su tasa de interés de referencia en su nivel actual hasta que las condiciones del mercado laboral hayan alcanzado niveles consistentes con su estimación de pleno empleo y que la inflación haya aumentado a 2% y esté encaminada a exceder moderadamente el 2% durante algún tiempo. En este contexto, las medianas de los pronósticos del FOMC sugieren que la tasa de referencia permanecerá sin cambios hasta 2023. De igual forma, tanto las variables de mercado como el consenso de los analistas incorporan que dicho banco central mantendrá su tasa de referencia sin cambios durante 2020 y 2021.

- ii) En su reunión de septiembre, el Banco Central Europeo no modificó sus tasas de referencia, manteniendo en 0.0, -0.5 y -0.25% las de refinanciamiento, de facilidad de depósito y de préstamo, respectivamente. Reiteró que espera que dichas tasas de interés se mantengan en sus niveles actuales o por debajo de estos hasta que los pronósticos de inflación converjan de forma robusta a un nivel suficientemente cercano, pero por debajo del objetivo de inflación de 2%, y que dicha convergencia se haya reflejado consistentemente en la dinámica de la inflación subyacente. Asimismo, mantuvo sin cambio su programa de compra de activos (*APP*, por sus siglas en inglés) y su Programa de Compras por Emergencia de Pandemia (*PEPP*, por sus siglas en inglés), el cual continuará hasta por lo menos finales de junio de 2021 o hasta que el Comité considere que la fase de crisis por la pandemia haya terminado. En conferencia de prensa, la presidente de dicha institución señaló que el Comité reconoció que la reciente apreciación del euro ha ejercido presión a la baja sobre la inflación, que el banco central no tiene un mandato sobre el nivel del tipo de cambio y que, si bien el balance de riesgos para el crecimiento e inflación está sesgado a la baja, considera que los riesgos deflacionarios han disminuido desde junio.

- iii) En su reunión de septiembre, el Banco de Japón mantuvo sin cambio la tasa de referencia en -0.1% y el objetivo de la tasa de 10 años en alrededor de 0% y reiteró que continuará con su programa de compra de activos. Señaló que la actividad económica en Japón se ha reactivado gradualmente, si bien continúa en una situación severa debido al impacto del COVID-19. Indicó que es probable que la actividad siga mejorando conforme aumente la acomodaticias y las medidas de estímulo económico

del gobierno, aunque espera que el ritmo de recuperación sea moderado mientras continúen los efectos de la pandemia. Asimismo, apuntó que seguirá apoyando el financiamiento de empresas y la estabilidad en los mercados financieros. Dicha institución reiteró que no dudará en tomar medidas adicionales de ser necesario y que espera que las tasas de interés se mantengan en sus niveles actuales o inferiores.

- iv) El Banco de Inglaterra en su reunión de septiembre mantuvo sin cambio su tasa de interés de referencia en 0.10% y el monto de su programa de compra de activos en 745 mil millones de libras. Reiteró que seguirá supervisando de cerca la situación y que está listo para ajustar su política monetaria a fin de cumplir con su mandato, manteniendo bajo revisión toda la gama de acciones que podrían implementarse. En este sentido, destacó la discusión alrededor de la posibilidad de establecer un nivel negativo de la tasa de referencia y su efectividad. Además, dicho banco señaló que el Comité no tiene la intención de endurecer su postura de política monetaria hasta que exista evidencia clara de que se están logrando avances significativos en eliminar la holgura del uso de la capacidad productiva y alcanzar su meta de inflación de 2% de manera sostenible.
- v) El Banco de Canadá mantuvo sin cambio su tasa de interés de referencia en 0.25% en su reunión de septiembre y reiteró que la mantendrá en niveles cercanos a cero hasta que la holgura se haya reducido de tal manera que su meta de inflación de 2% se alcance de manera sostenida. Si bien señaló que continuará con su programa de compra de activos a gran escala al ritmo actual y hasta que la recuperación económica esté claramente en marcha, destaca que en su última reunión mencionó que dicho programa se calibrará para proporcionar el estímulo monetario necesario. Respecto de sus programas de liquidez a corto plazo, indicó que su uso ha disminuido como resultado del buen funcionamiento de los mercados de financiamiento.

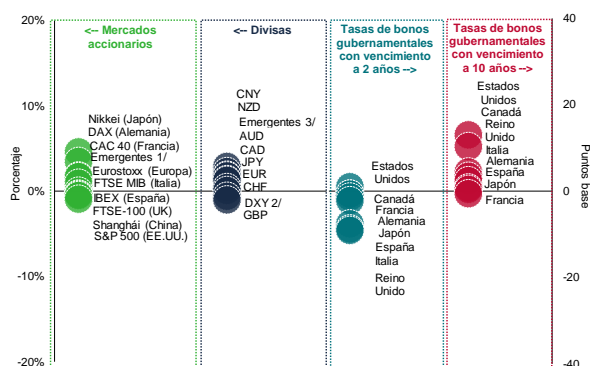
En las economías emergentes, desde la última decisión de política monetaria en México la mayoría de los bancos centrales mantuvieron sin cambio sus tasas de interés de referencia, al tiempo que algunos bancos mantienen diversas medidas para garantizar el suministro de liquidez, proveer crédito y fomentar el buen funcionamiento de los mercados financieros.

Los mercados financieros internacionales mostraron un comportamiento relativamente estable en el periodo inmediato posterior a la última decisión de

política monetaria en México, impulsado por la gradual recuperación de la actividad económica, los estímulos fiscales, monetarios y financieros adoptados en las economías avanzadas y por ciertos avances en el desarrollo de una vacuna contra el COVID-19. No obstante, debido a una combinación de factores que han influido en el sentimiento de los inversionistas, se han registrado episodios de mayor volatilidad en semanas recientes. Así, los mercados financieros registraron un comportamiento diferenciado por tipo de activo y región. En particular, en las economías avanzadas los activos financieros presentaron movimientos mixtos con episodios de elevada volatilidad. En particular, los mercados accionarios mostraron ligeras ganancias y un comportamiento volátil (Gráfica 5). Destaca el caso de Estados Unidos que, luego de que sus índices accionarios alcanzaran niveles máximos, dichas ganancias se revirtieron recientemente, en un contexto de pérdidas bursátiles en el sector tecnológico, de falta de avances en la aprobación de un paquete de estímulo fiscal adicional, de incertidumbre respecto al proceso de desarrollo de una vacuna contra el COVID-19, y ante la posible implementación de nuevas medidas de confinamiento en respuesta al repunte en los casos de contagio en diversos países. A su vez, la mayoría de las divisas de dichas economías mostraron movimientos acotados, con una tendencia a la apreciación frente al dólar, si bien la libra esterlina registró una depreciación y mayor volatilidad en semanas recientes en un entorno de incertidumbre respecto al acuerdo de salida del Reino Unido de la Unión Europea. Finalmente, las tasas de interés de bonos gubernamentales de largo plazo mostraron movimientos mixtos, destacando el empinamiento de la curva de rendimiento en Estados Unidos. Por su parte, las economías emergentes registraron entradas netas de capitales, principalmente a activos de renta fija, al tiempo que sus mercados accionarios registraron ligeras pérdidas y sus mercados de divisas presentaron, en general, menor volatilidad (Gráfica 6).

Gráfica 5 Variación de Indicadores Financieros Seleccionados del 7 de agosto al 18 de septiembre de 2020

Porcentaje, puntos base



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 del 7 de agosto al 21 de septiembre 2020

Porcentaje, puntos base

Región	País	Divisas	Bolsas	Tasas de interés 2A	Tasas de interés 10A	CDS
América Latina	México	4.60%	-6.54%	-3	-2	11
	Brasil	0.44%	-5.63%	69	96	13
	Chile	1.80%	-8.65%	9	10	1
	Colombia	-0.46%	4.85%	-24	-7	21
Europa emergente	Rusia	-3.27%	-3.66%	31	37	27
	Polonia	-2.04%	-6.35%	0	6	3
	Turquía	-4.77%	2.49%	79	-39	-16
	Rep. Checa	-3.27%	-5.00%	-8	-6	3
	Hungría	-4.80%	-10.37%	28	44	-3
Asia	Malasia	1.57%	-4.99%	18	11	-2
	India	2.05%	-0.02%	36	37	28
	Filipinas	1.37%	1.08%	25	15	0
	Tailandia	-0.25%	-3.72%	-30	16	1
	Indonesia	-0.51%	-2.81%	-54	4	-8
África	Sudáfrica	4.85%	-6.06%	7	10	0

Nota: Las tasas de interés corresponden a las tasas swap a un plazo de dos años y diez años, respectivamente.
Fuente: Bloomberg.

Hacia delante no pueden descartarse nuevos episodios de aversión al riesgo en los mercados financieros, lo cual dependerá en buena medida de la evolución de la pandemia, del proceso de desarrollo, aprobación y distribución de una vacuna y de la capacidad de los gobiernos para contener nuevas olas de contagios y mitigar los efectos negativos sobre la actividad económica. A lo anterior se suma la persistencia de otros factores de riesgo

que podrían provocar nuevos episodios de apretamiento de las condiciones financieras globales, incluyendo la percepción de sobrevaluación de algunos activos financieros, un nuevo escalamiento en las tensiones comerciales y políticas entre Estados Unidos y algunos de sus socios, un agravamiento de conflictos geopolíticos y sociales en diversas regiones del mundo, el proceso electoral en Estados Unidos, y el término de los apoyos económicos que se han implementado para enfrentar la pandemia, entre otros.

A.2. Evolución de la economía mexicana

A.2.1. Mercados en México

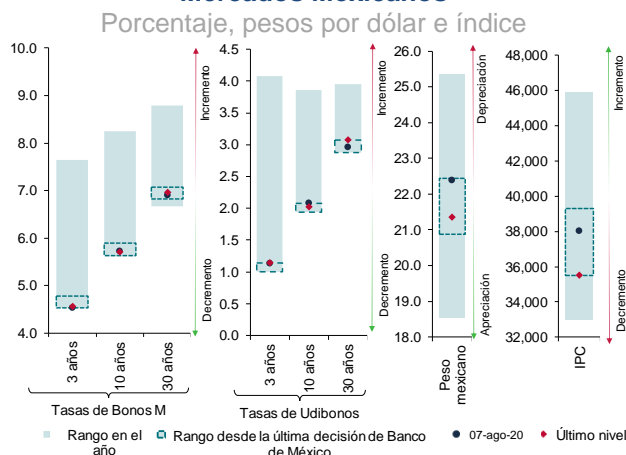
Desde la última decisión de política monetaria a la fecha, los precios de los activos financieros en México presentaron un comportamiento diferenciado por tipo de activo (Gráfica 7). Lo anterior en un entorno en el que prevalece la incertidumbre respecto a los efectos de la pandemia y la cautela por parte de inversionistas hacia activos de riesgo.

En el caso de la moneda nacional, esta presentó cierta apreciación, aunque recientemente ha estado sujeta a episodios de marcada volatilidad. En particular, operó en un rango entre 20.87 y 22.44 pesos por dólar y terminó el periodo con una apreciación de 4.60% (Gráfica 8). Ello, en un contexto en el que las condiciones de operación, tanto realizadas como prospectivas, se estabilizaron, si bien en niveles todavía por arriba de lo observado previo a la pandemia.

En este sentido, en línea con el establecimiento de un mecanismo “swap” entre el Banco de México y la Reserva Federal el pasado 19 de marzo, en septiembre la Comisión de Cambios instruyó al Banco de México a renovar vencimientos y ofrecer liquidez adicional en dólares por un monto total de 7.5 mil millones de dólares.

En cuanto a las medidas anunciadas por el Banco de México el pasado 21 de abril, el 15 de septiembre se anunció la extensión de la vigencia de las mismas hasta el próximo 28 de febrero de 2021, así como una redistribución de los montos entre las facilidades de reportos de valores gubernamentales e intercambio temporal e garantías por un total de 50 mil millones de pesos.

Gráfica 7
Desempeño y Condiciones de Operación de Mercados Mexicanos



Fuente: Elaboración de Banco de México

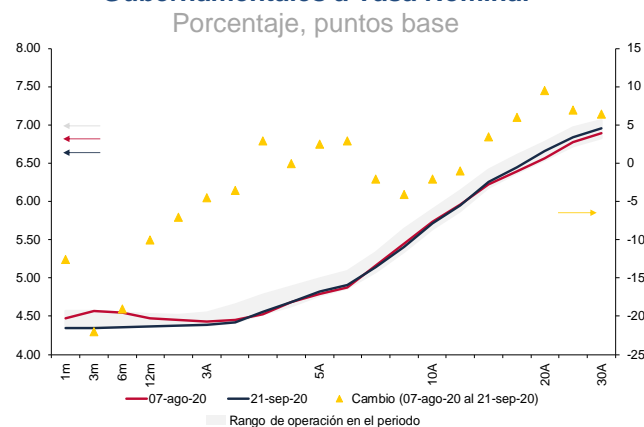
Gráfica 8
Tipo de Cambio del Peso Mexicano con Promedios Móviles



Fuente: Elaboración de Banco de México

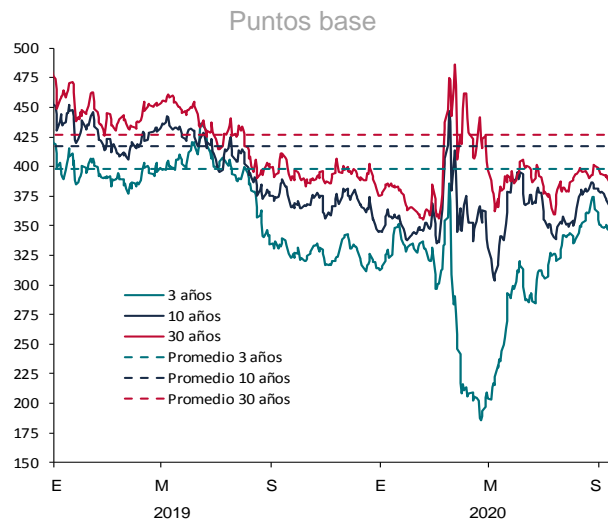
Por su parte, las tasas de interés de los valores gubernamentales a tasa nominal presentaron disminuciones en la parte de corto plazo de la curva y ajustes menores en el largo plazo (Gráfica 9). Asimismo, la curva de rendimientos de instrumentos a tasa real registró movimientos mixtos en el sector de corto plazo, mientras que los instrumentos de mayor duración mostraron una ligera corrección al alza. 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 cambios moderados (Gráfica 10). Cabe destacar que estos movimientos ocurrieron en un contexto en el que las condiciones de operación han mostrado una mejora en las últimas sesiones, después de haber estado deterioradas la mayor parte del periodo debido a la estacionalidad de verano.

Gráfica 9
Curva de Rendimiento de Valores Gubernamentales a Tasa Nominal



Fuente: PIP

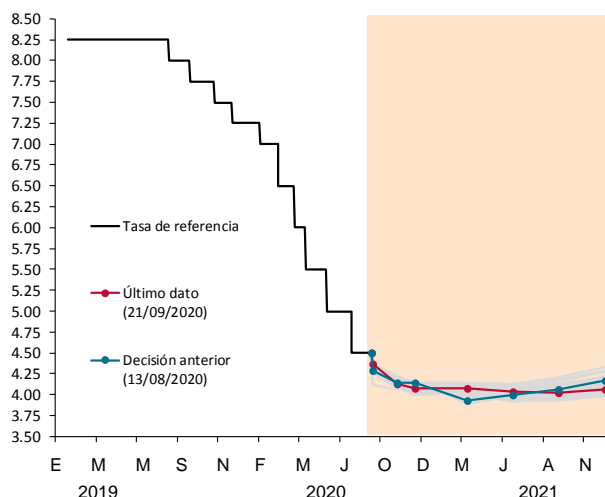
Gráfica 10
Compensación por Inflación y Riesgo Inflacionario Implícita en las Curvas de Tasas de Valores Gubernamentales



Fuente: PIP

Finalmente, en cuanto a las expectativas respecto a la trayectoria de la tasa de referencia de política monetaria, la información implícita en la curva de swaps de TIIE descuenta con 60% de probabilidad un recorte de 25 puntos base para la decisión de septiembre (Gráfica 11). De manera similar, las expectativas del consenso de los analistas encuestados por Citibanamex anticipan un recorte de 25 puntos base. Para el cierre de 2020, las variables de mercado anticipan un nivel para la tasa objetivo de alrededor de 4.00%, mientras que la mediana de la encuesta a economistas espera un nivel de 4.25%.

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



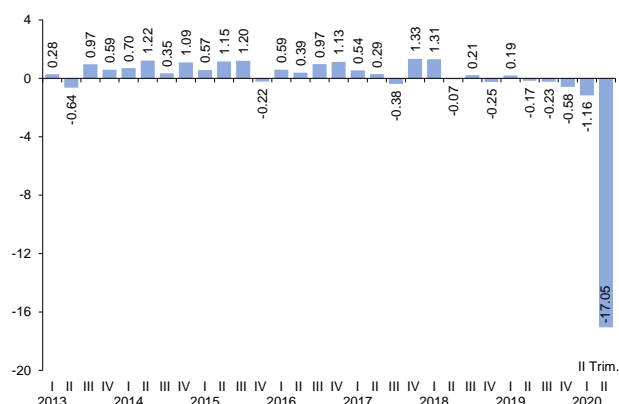
Fuente: Elaboración de Banco de México con datos Bloomberg.

A.2.2. Actividad económica en México

En el segundo trimestre de 2020, como resultado de las afectaciones de la pandemia y las acciones implementadas para su contención, particularmente en abril y mayo, el PIB de México exhibió la mayor contracción trimestral desestacionalizada en la historia de este indicador (Gráfica 12). No obstante lo anterior, en un contexto de relajamiento de las medidas implementadas por la contingencia sanitaria, de una mayor movilidad de personas y de la mejoría de la demanda externa, en junio y julio la actividad económica comenzó a recuperarse, si bien prevalece un entorno de incertidumbre y riesgos a la baja.

Con relación a la demanda externa, luego del repunte de junio, las exportaciones manufactureras volvieron a mostrar un crecimiento en julio. Ello como reflejo tanto de la continua reactivación de diversos sectores productivos, como de la paulatina reactivación de la demanda externa, particularmente la de Estados Unidos. Por tipo de bien, este avance mensual se explicó, principalmente, por el incremento de las exportaciones automotrices, al tiempo que el resto de los envíos manufactureros exhibieron atonía (Gráfica 13).

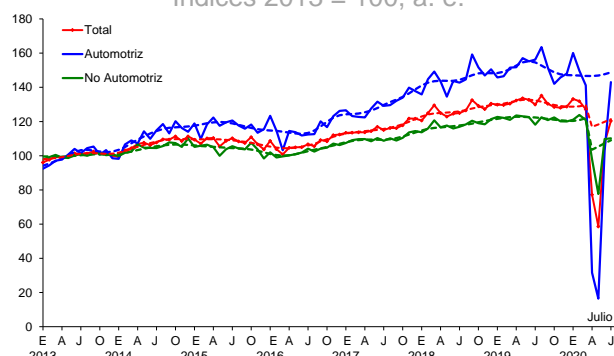
Gráfica 12
Producto Interno Bruto
Variaciones porcentuales trimestrales, a. e.



a. e. / Cifras con ajuste estacional.

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

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.

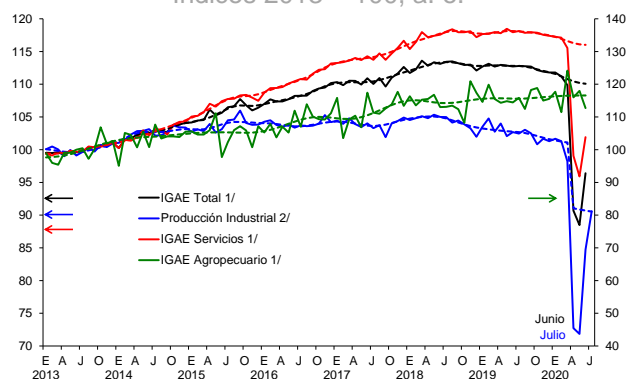
Fuente: Banco de México con base en SAT, SE, Banco de México, INEGI. Balanza Comercial de Mercancías de México. SNIEG. Información de Interés Nacional.

En junio, de acuerdo con su indicador mensual, el consumo privado mostró una incipiente recuperación asociada con alzas generalizadas de todos sus componentes. Indicadores oportunos sugieren que a principios del tercer trimestre este agregado ha continuado recuperándose a un ritmo gradual. En particular, las ventas de la ANTAD y las de vehículos ligeros exhibieron avances moderados tanto en julio como en agosto. Por su parte, en junio la inversión fija bruta también presentó un ligero incremento, si

bien permanece en niveles muy por debajo de los registrados a principios del año. Al interior de dicho indicador, tanto el gasto en construcción como en maquinaria y equipo presentaron cierta reactivación. Indicadores relacionados con este agregado, tales como las importaciones de bienes de capital, sugieren que la inversión siguió con una gradual recuperación a principios del tercer trimestre.

Por el lado de la producción, la actividad industrial continuó recuperándose en julio, luego de la reactivación exhibida en junio (Gráfica 14). A su interior, las manufacturas mantuvieron un relativamente alto dinamismo (Gráfica 15). En contraste, la construcción mostró un débil desempeño y la minería continuó mostrando atonía, no obstante que en julio concluyó el acuerdo de México con la OPEP+ de reducir la producción de petróleo crudo. Por su parte, en junio se presentó cierta recuperación de las actividades terciarias, si bien esta ha sido gradual, moderada y heterogénea entre sus subsectores. En particular, se registraron avances, principalmente, en el comercio; en los servicios de transporte e información en medios masivos; y en los servicios de alojamiento temporal y de preparación de alimentos y bebidas, aunque estos últimos permanecen en niveles especialmente bajos. Por el contrario, se observaron descensos en los servicios financieros e inmobiliarios y en los servicios profesionales, corporativos y de apoyo a los negocios.

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



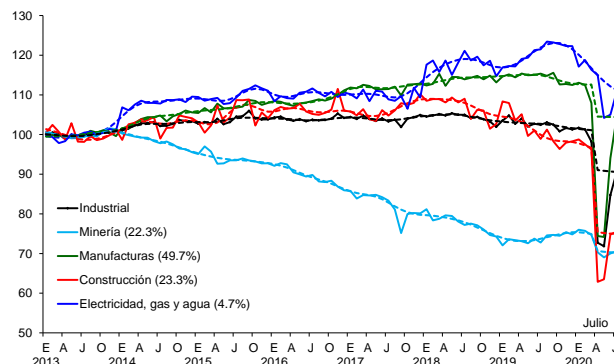
a. e. / Serie con ajuste estacional y serie de tendencia. La primera se representa con la línea sólida y la segunda con la punteada.

1/ Cifras a junio de 2020.

2/ Cifras a julio de 2020 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.

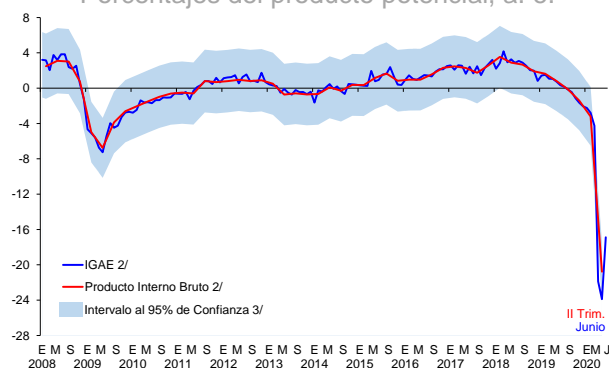
1/ Las cifras entre paréntesis corresponden a su participación en el total en 2013.

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

En cuanto a la posición cíclica de la economía, si bien se anticipa que en el tercer trimestre se revierta parcialmente el fuerte incremento que las condiciones de holgura exhibieron en el segundo, se prevé que estas continúen con una amplitud considerable (Gráfica 16). Por su parte, de acuerdo con los resultados de la ENOE nueva edición, en julio continuó registrándose cierta mejoría en diversos indicadores del mercado laboral, aunque a un ritmo más moderado que el de junio y con debilidad en el empleo formal. En particular, la tasa de participación laboral exhibió un avance, mientras que la población ocupada también se incrementó como reflejo de una mayor ocupación informal, toda vez que la formal se redujo en el margen. Asimismo, la tasa de desocupación presentó un ligero retroceso mensual, luego de haber aumentado en los meses anteriores (Gráfica 17). A su vez, la creación de puestos de trabajo afiliados al IMSS mostró una moderada reactivación en agosto, si bien continuó presentando disminuciones en rubros como el de servicios para empresas, personas y el hogar. Finalmente, como reflejo de la recuperación de la producción y de las horas trabajadas como consecuencia, en buena medida, de la reactivación gradual de la manufactura, el costo unitario de la mano de obra en ese sector acumuló tres caídas mensuales consecutivas entre mayo y julio, luego del fuerte incremento de abril, si bien aún se ubica por encima de los niveles previos a la emergencia sanitaria (Gráfica 18).

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

Porcentajes del producto potencial, a. e.



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

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

2/ Cifras del PIB al segundo trimestre de 2020 y del IGAE a junio de 2020.

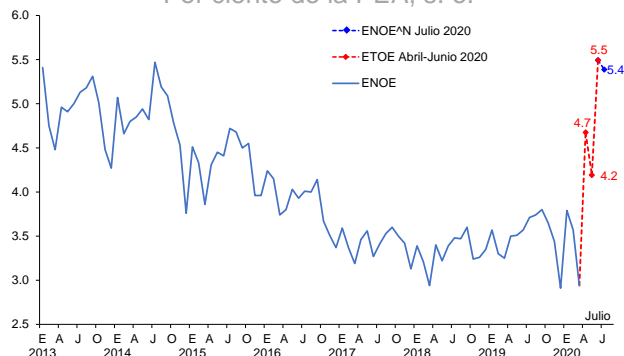
3/ Intervalo de confianza de la brecha del producto calculado con un método de componentes no observados.

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

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

Gráfica 17
Tasa de Desocupación Nacional

Por ciento de la PEA, s. o.

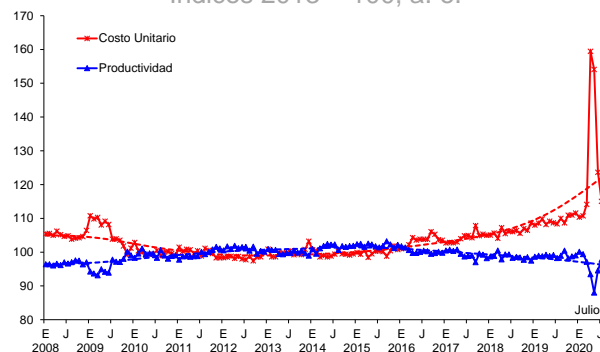


s. o. / Serie original.

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

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

Índices 2013 = 100, a. e.



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

1/ Productividad con base en las horas trabajadas.

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

En julio, el financiamiento interno a las empresas registró una contracción a tasa anual por segundo mes consecutivo, revirtiendo el repunte que se había observado al mes de abril. En efecto, si bien en marzo y abril se había observado una aceleración en el ritmo de expansión del crédito bancario a las empresas grandes, este se ha revertido desde mayo. En tanto, el mercado interno de deuda corporativa presentó una incipiente recuperación en agosto, después de mostrar por cuatro meses consecutivos un bajo nivel de actividad. Por su parte, el crédito bancario a empresas de menor tamaño extendió su contracción a tasa anual, si bien en julio se observó cierta estabilización. En cuanto al crédito a los hogares, este se contrajo nuevamente en julio, principalmente como consecuencia de la reducción del crédito al consumo, así como por la desaceleración del crédito a la vivienda. Respecto a las tasas de interés de financiamiento a las empresas, en julio se redujeron, acorde con la disminución de la tasa de interés de fondeo bancario. No obstante, se observó nuevamente un aumento en los márgenes de intermediación de las tasas de interés de créditos nuevos a empresas, si bien de menor magnitud a los registrados en meses previos. A su vez, en junio las tasas de interés del crédito a la vivienda continuaron mostrando niveles inferiores a los de inicios de año, al tiempo que las de tarjetas de crédito se mantienen ligeramente por debajo de lo observado en febrero y abril. Con relación a la calidad de la cartera, los índices de morosidad del crédito a las empresas e hipotecario se mantuvieron en niveles bajos, mientras que los correspondientes al consumo continúan en niveles elevados, si bien

parecen haberse estabilizado después del deterioro observado a partir de marzo.

En seguimiento a las medidas que el Banco de México ha anunciado para promover un comportamiento ordenado de los mercados financieros, fortalecer los canales de otorgamiento de crédito y proveer liquidez para el sano desarrollo del sistema financiero, destaca el inicio de las convocatorias para la provisión de recursos a instituciones bancarias para canalizar crédito a MiPyMEs y a personas físicas afectadas por la pandemia. Al respecto, en agosto cinco instituciones de crédito firmaron contratos para el uso de esta facilidad.

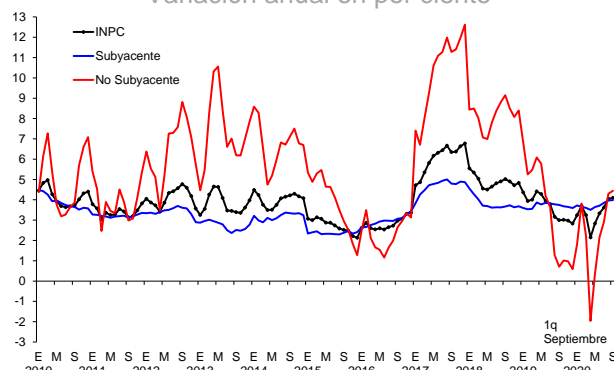
A.2.3. Comportamiento y perspectivas de la inflación

La inflación general anual aumentó de 3.62% en julio de 2020 a 4.10% en la primera quincena de septiembre. Ello estuvo asociado a un incremento en la incidencia sobre la inflación general de 37 puntos base del componente no subyacente y de 11 puntos base del subyacente (Gráfica 19 y Cuadro 1).

Entre julio y la primera quincena de septiembre de 2020, la inflación subyacente anual pasó de 3.85 a 3.99%. A su interior, la inflación anual de las mercancías se incrementó de 5.19 a 5.36% en las fechas referidas (Gráfica 20), como resultado de las mayores variaciones anuales de los precios tanto de las mercancías alimenticias, como de las no alimenticias (Gráfica 21). Por su parte, la inflación anual de los servicios aumentó de 2.40 a 2.50% en el mismo lapso, debido a los mayores incrementos en los precios del rubro de los servicios distintos a la vivienda y la educación.

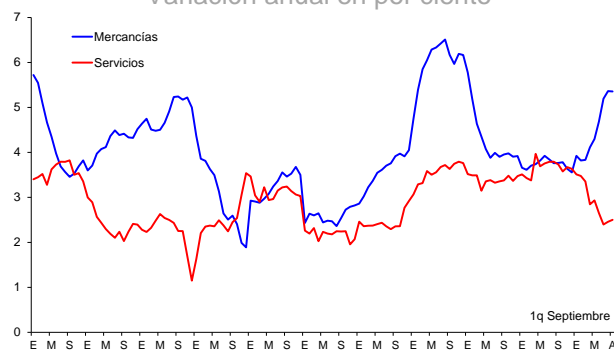
La inflación no subyacente anual se incrementó de 2.92 a 4.44% entre julio y la primera quincena de septiembre de 2020 (Gráfica 22 y Cuadro 1). Al respecto, la inflación anual de los agropecuarios aumentó, situándose en las fechas señaladas en 5.55 y 8.39%, respectivamente. A su vez, las variaciones anuales de los precios de los energéticos pasaron de -0.41 a 0.20% en los periodos referidos.

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



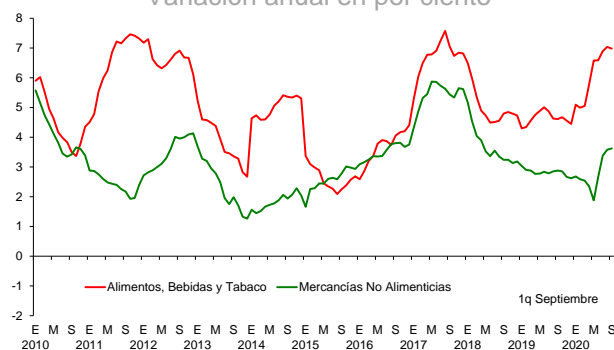
Fuente: Banco de México e INEGI.

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



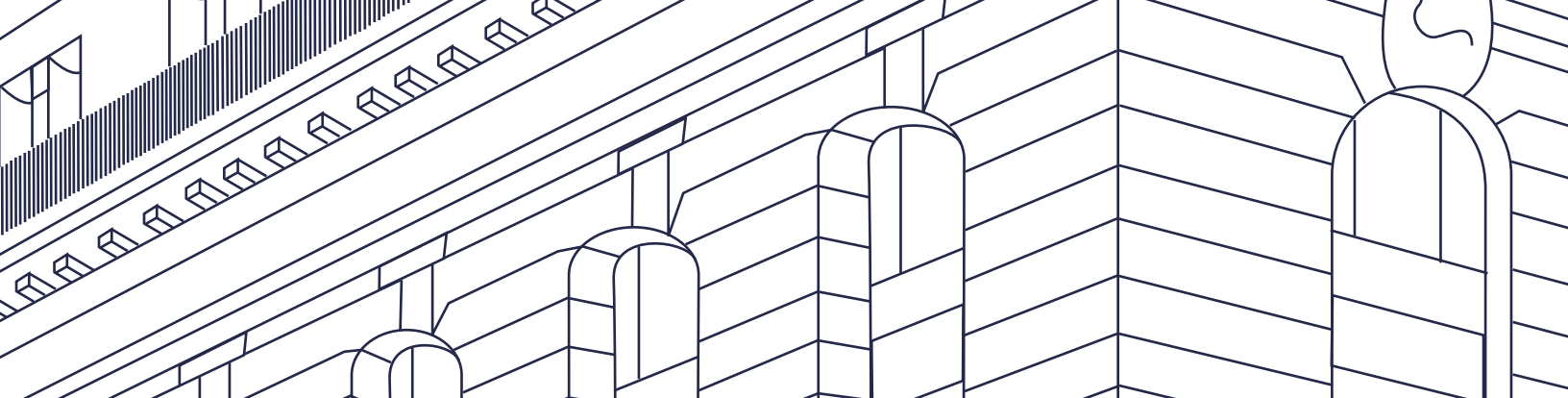
Fuente: Banco de México e INEGI.

Respecto de las expectativas de inflación provenientes de la encuesta que levanta el Banco de México entre especialistas del sector privado, entre julio y agosto las medianas para la inflación general y subyacente al cierre de 2020 aumentaron de 3.61 a 3.82% y de 3.73 a 3.92%, respectivamente. Por su

La evolución de la inflación está sujeta a distintos riesgos, entre los que destacan los siguientes. A la baja: i) un efecto mayor al previsto de la ampliación de la brecha negativa del producto; ii) menores presiones inflacionarias globales; y iii) que las medidas de distanciamiento reduzcan la demanda de ciertos servicios. Al alza: i) episodios adicionales de depreciación cambiaria; ii) una elevada persistencia de la inflación subyacente; y iii) problemas logísticos y mayores costos asociados a las medidas sanitarias. El balance de riesgos para la trayectoria esperada de la inflación se mantiene incierto.

Concepto	Julio 2020	Agosto 2020	1q Septiembre 2020
INPC	3.62	4.05	4.10
Subyacente	3.85	3.97	3.99
Mercancías	5.19	5.36	5.36
Alimentos, Bebidas y Tabaco	6.89	7.04	6.98
Mercancías No Alimenticias	3.38	3.58	3.62
Servicios	2.40	2.46	2.50
Vivienda	2.38	2.28	2.21
Educación (Colegiaturas)	4.31	3.11	2.17
Otros Servicios	2.02	2.47	2.83
No Subyacente	2.92	4.30	4.44
Agropecuarios	5.55	8.09	8.39
Frutas y Verduras	8.43	13.12	13.35
Pecuarios	3.26	4.10	4.43
Energéticos y Tarifas Aut. por Gobierno	0.95	1.50	1.53
Energéticos	-0.41	0.27	0.20
Tarifas Autorizadas por Gobierno	4.01	4.25	4.51

22



BANCO DE MÉXICO®

Documento publicado el 8 de octubre de 2020

