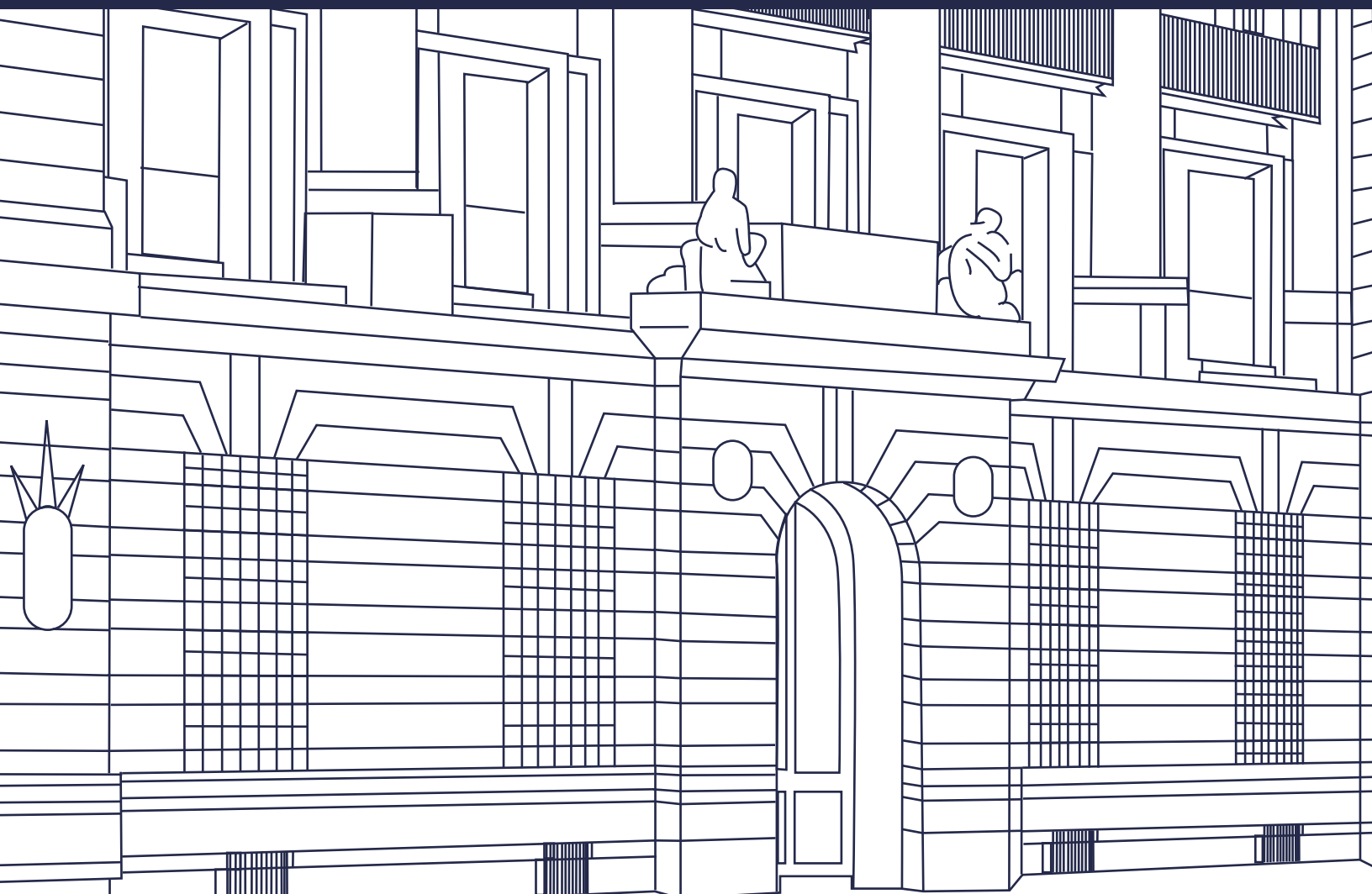




BANCO DE MÉXICO®

Minuta número 80

Reunión de la Junta de Gobierno del Banco de México, con motivo de la
decisión de política monetaria anunciada el 12 de noviembre de 2020



1. LUGAR, FECHA Y ASISTENTES

1.1 Lugar: Reunión celebrada por enlaces virtuales.

1.2. Fecha de la sesión de la Junta de Gobierno:
11 de noviembre 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 aún se encuentra en niveles inferiores a los registrados antes de la pandemia y que la recuperación ha sido heterogénea entre países y sectores. **Uno** apuntó que en el corto plazo la reapertura de actividades propició un aumento en la producción y que en el mediano plazo la recuperación se encuentra asociada con la evolución de la demanda agregada. Comentó que las diferencias en la recuperación entre países obedecen a: i) la tasa de contagio del virus y las medidas de confinamiento adoptadas; ii) la importancia relativa de los servicios más afectados; iii) las características del mercado laboral y del sector informal; iv) la solidez macroeconómica y del sistema financiero, y v) el monto de los programas de apoyo al empleo y al ingreso. Al respecto, notó que las economías con medidas significativas de apoyo han presentado recuperaciones mayores a las anticipadas. En este sentido, **algunos** mencionaron que en ciertas economías avanzadas se ha recuperado el consumo y la inversión. **Uno** de ellos agregó que los indicadores más oportunos, como los

índices de gerentes de compras, se encuentran en terreno de expansión y con tendencia ascendente. En este contexto, **algunos** señalaron que los pronósticos de crecimiento global para 2020 se han ajustado al alza.

La mayoría destacó el rebrote de contagios de COVID-19 en diversos países, principalmente europeos, y el restablecimiento de medidas de confinamiento en estos países. Uno señaló que lo anterior ha conducido a que la recuperación esté perdiendo vigor, como lo sugiere la información más oportuna. **Otro** comentó que si bien las nuevas medidas son menos estrictas que las adoptadas al inicio de la pandemia, es previsible que sus efectos obstaculicen la recuperación económica. **En este contexto, la mayoría destacó los riesgos para el crecimiento económico global asociados con la pandemia, especialmente los correspondientes a la dinámica de contagios y al establecimiento de medidas adicionales de distanciamiento. Algunos** consideraron que dichas medidas pueden ser menos disruptivas, ya que se dispone de más información sobre las acciones más eficaces de salud pública. No obstante, **algunos** resaltaron el riesgo de que las medidas de distanciamiento se mantengan por un lapso prolongado y que su efecto sea considerable. **La mayoría también consideró como un riesgo que los estímulos fiscales resulten insuficientes para apoyar la recuperación. Uno** añadió la insostenibilidad de las deudas pública y corporativa, potenciales tensiones postelectorales en Estados Unidos y la indefinición de los términos finales del Brexit. **Algunos** opinaron que el balance de riesgos para el crecimiento mundial es negativo.

La mayoría mencionó que la inflación en las economías avanzadas permanece por debajo de los objetivos de sus bancos centrales. Uno comentó que estas instituciones prevén que lo anterior se observe por un periodo prolongado. **Algunos** destacaron que se ha observado una recomposición de precios relativos con aumentos en los precios de algunas mercancías y reducciones en los de los servicios. **Uno** añadió que los precios de los energéticos tuvieron un impacto a la baja sobre la inflación a inicios de la pandemia, pero que ello se ha moderado recientemente. Señaló que en Estados Unidos se han registrado aumentos en la inflación de alimentos, contrarrestados ampliamente por las menores presiones en los servicios. Agregó que en la zona del euro los aumentos en los precios de los alimentos han sido menores, lo cual, junto con la debilidad en los precios de los servicios, ha conducido a que las inflaciones general y

subyacente estén en niveles cercanos a cero. **La mayoría subrayó que en un amplio número de economías emergentes la inflación ha disminuido** y uno de ellos destacó que se ubica por debajo de su meta. **Algunos** precisaron que, en contraste, la inflación en México ha aumentado. **Uno** comentó que ello obedece, en parte, a que los ponderadores utilizados en México dan un mayor peso a aquellos componentes que han tenido incrementos mayores. **Otro** señaló que en algunas economías emergentes se registraron presiones al alza sobre la inflación debido a depreciaciones cambiarias e incrementos en los precios de la energía y de alimentos.

La mayoría mencionó que los bancos centrales de economías avanzadas reiteraron que mantendrán posturas acomodaticias por un periodo prolongado. Destacó la decisión de la Reserva Federal de mantener la tasa de fondos federales entre 0 y 0.25% hasta alcanzar los objetivos de inflación y empleo. **Uno** comentó que dada su nueva estrategia de política monetaria, este banco central tardaría más que en el pasado en aumentar las tasas de interés. **Otro** añadió que los analistas y las variables de mercado sugieren que la tasa de fondos federales se mantendrá sin cambios durante 2020 y 2021.

La mayoría resaltó la posibilidad de que los bancos centrales de economías avanzadas aumenten el estímulo monetario. **Uno** mencionó que la Reserva Federal está evaluando ampliar los términos de sus facilidades de préstamo. **Otro** añadió que el Banco de Canadá enfocará sus compras de activos en bonos de mayor plazo, con el fin de influir más directamente en las tasas de financiamiento a hogares y empresas. Por su parte, **uno** comentó que algunas autoridades fiscales de economías avanzadas también anunciaron extensiones en sus programas de apoyo. **Otro** destacó que miembros de la Reserva Federal señalaron que podría ser necesario incrementar el estímulo fiscal. **Uno** señaló que el espacio disponible para implementar políticas macroeconómicas y financieras de estímulo podría agotarse. Detalló que esta posibilidad es baja para las principales economías avanzadas, particularmente en lo referente a la política monetaria, mientras que para las economías emergentes tanto las presiones inflacionarias al alza, resultado de efectos cambiarios o de choques de oferta, como las dudas sobre la sostenibilidad de sus finanzas públicas, podrían conducir a un retiro prematuro del estímulo provisto.

La mayoría señaló que los mercados financieros globales mostraron volatilidad, si bien esta ha disminuido recientemente debido al resultado de las elecciones en Estados Unidos y a noticias favorables sobre el desarrollo de una vacuna. **Uno** resaltó que los mercados estuvieron atentos al proceso electoral referido, a la extensión de los apoyos fiscales, a las perspectivas de política tributaria y al tipo de liderazgo en ese país. **Algunos** enfatizaron el mejor desempeño de las bolsas en Estados Unidos y el comportamiento acotado de las tasas de interés. No obstante, **uno** agregó que ante el deterioro en las perspectivas de crecimiento, los precios de las materias primas, particularmente del petróleo, registraron caídas, si bien estas se han moderado recientemente. **Otro** añadió que hacia el final del año, se prevé que el desempeño de los mercados financieros continúe mejorando y las brechas de actividad reduciéndose.

Algunos comentaron que los mercados financieros de economías emergentes registraron un comportamiento positivo. Notaron que se siguen registrando flujos de entrada hacia instrumentos de renta fija y de renta variable, si bien **uno** agregó que los movimientos hacia los de renta variable presentaron pocos cambios. **Otro** destacó que las monedas de estas economías se apreciaron, sus mercados accionarios tuvieron ganancias, las primas de riesgo disminuyeron y las tasas de interés registraron movimientos mixtos, aunque acotados.

La mayoría consideró que los mercados financieros internacionales están sujetos a riesgos, destacando los ya mencionados para la actividad global. **Uno** añadió riesgos idiosincrásicos, especialmente en economías emergentes. Agregó que en caso de materializarse, habría ajustes potencialmente desordenados derivados de cambios abruptos en el sentimiento de los mercados. Puntualizó que lo anterior afectaría particularmente a las economías emergentes, ya que los flujos de capital hacia estas y los precios de sus activos no han regresado a los niveles previos a la pandemia.

Actividad Económica en México

Todos comentaron que la información oportuna sugiere que después de una profunda contracción en el segundo trimestre, la actividad económica mostró una recuperación en el tercero. La mayoría destacó que la estimación oportuna del PIB apunta a una expansión de 12% ajustada por estacionalidad en el tercer trimestre respecto al anterior, impulsada por la demanda externa y la reapertura de actividades. Algunos

notaron que la actividad permanece por debajo de los niveles previos a la pandemia. **Uno** resaltó que en el periodo enero-septiembre de 2020, el PIB fue casi 10% inferior al registrado en el mismo periodo de 2019, y **otro** enfatizó que disminuyó 8.6% a tasa anual en el tercer trimestre de 2020. Añadió que en términos mensuales la mayor contracción fue en abril y en menor medida en mayo, mientras que en junio y julio se presentó una recuperación significativa que se moderó en agosto, esperándose lo mismo en septiembre.

Por el lado de la oferta, la mayoría resaltó la heterogeneidad en la recuperación de los distintos sectores. Algunos señalaron que el sector industrial, impulsado por las manufacturas, ha registrado el mejor desempeño, mientras que los servicios siguen mostrando debilidad. **Uno** detalló que la producción industrial registró caídas anuales de 29.4% en mayo y de 7.5% en septiembre. Agregó que, en contraste, los servicios de alojamiento y preparación de alimentos, los de transportación e información, y los de esparcimiento mostraron contracciones anuales en agosto de 53.4, 20.8 y 21.8%, respectivamente. **Otro** comentó que el turismo enfrenta la situación más compleja y que los empresarios del sector estiman que la recuperación podría darse hasta 2022.

Por el lado de la demanda, todos notaron que la demanda externa ha mostrado mayor dinamismo. La mayoría destacó que en septiembre las exportaciones alcanzaron niveles cercanos a los observados antes de la pandemia. Algunos resaltaron el superávit de la balanza comercial. **La mayoría notó que el consumo, la inversión y las importaciones siguen mostrando atonía. Uno** enfatizó la debilidad del consumo de servicios y de bienes duraderos. **Otro** comentó que el indicador de consumo privado en agosto fue 13.08% menor al del año previo. Agregó que las importaciones no petroleras de bienes de consumo registraron en septiembre una contracción anual de 25.5%. Mencionó que las remesas, que son un determinante del consumo, se han mantenido en expansión. Señaló que la inversión en agosto registró una contracción anual de 16.64% como resultado de los efectos de la pandemia y de un entorno poco propicio para invertir.

La mayoría destacó que el mercado laboral ha comenzado a recuperarse, si bien sigue mostrando un deterioro considerable. Resaltó la reducción en la tasa de participación laboral y los aumentos en la desocupación y subocupación. Uno detalló que en septiembre, la tasa de

participación se ubicó por debajo de 56%, la tasa de desocupación en 4.73%, y la tasa de subocupación por arriba de 15%. Agregó que la población no económicamente activa pero disponible para trabajar se mantiene por encima de 10% y que antes de la pandemia estaba en 6%. **Otro** señaló que si bien el desempleo no aumentó tanto como en otras crisis, continúa siendo disimulado por las salidas de la población del mercado laboral. **Uno** puntualizó que hacia finales del año la tasa de desempleo extendida podría estar cerca de 20%.

Otro notó que la ocupación formal e informal se redujo en 12.5 millones de personas entre febrero y abril. Apuntó que desde entonces se ha recuperado gradualmente y que en septiembre se ubicó 4.6 millones por debajo del nivel registrado en febrero. **Uno** señaló que a pesar de esta mejoría, el deterioro es considerable respecto de lo observado antes de la pandemia. En cuanto a la creación de empleos formales en el IMSS, **otro** indicó que después de haber registrado tasas de crecimiento negativas entre marzo y julio, se observaron tasas positivas en agosto y septiembre, cercanas a sus promedios históricos. **Uno** afirmó que la recuperación del empleo se ha explicado casi en su totalidad por el aumento en la informalidad. **Algunos** coincidieron en que el ajuste en el mercado laboral ha recaído en mayor medida entre las mujeres, añadiendo **uno** que también este es el caso para los más jóvenes.

La mayoría señaló que la recuperación económica será gradual y prolongada. Uno comentó que ante la debilidad en algunos componentes de la demanda agregada, es previsible que la recuperación comience a desacelerarse una vez que se disipen los efectos de la reapertura. **Otro** opinó que la recuperación será difícil por lo que podría prolongarse hasta mediados de 2024. **Algunos** señalaron que las expectativas de crecimiento para 2020 se revisaron ligeramente al alza. **Uno** añadió que ello obedeció a un repunte mayor al previsto en el tercer trimestre. Detalló que de acuerdo con las encuestas más recientes a analistas del sector privado, el pronóstico de crecimiento para 2020 pasó de -9.8 a -9.3%, mientras que para 2021 se mantuvo en 3.2%. **Otro** mencionó que la estimación oportuna del PIB para el tercer trimestre apunta a una evolución durante 2020 cercana al escenario menos pesimista publicado en el Informe Trimestral Abril-Junio 2020. **Uno** añadió que prevé una caída del PIB de 9.0% en este año.

Ante la contracción económica y los escenarios de recuperación previstos, la mayoría destacó que se anticipan amplias condiciones de holgura

en el horizonte en que opera la política monetaria. Uno apuntó que si bien la brecha del producto permanecerá en terreno negativo, la trayectoria anticipada para la actividad económica implica un menor nivel de holgura durante el horizonte en que opera la política monetaria. Otro argumentó que con base en la estimación oportuna del crecimiento del PIB para el tercer trimestre, la brecha negativa del producto ha comenzado a disminuir, aunque todavía muestra amplias condiciones de holgura. Agregó que ante la magnitud actual de la brecha es previsible que en 2021 siga en terreno negativo aun bajo escenarios de crecimiento optimistas. Consideró que es difícil calcular la brecha del producto en el horizonte de dos años en que la política monetaria tiene impacto, debido al entorno de incertidumbre y a la posibilidad de que el crecimiento potencial de la economía sea menor al estimado. Señaló que este seguramente ha sido afectado por la debilidad de la inversión y la ausencia de esfuerzos suficientes para incrementar la productividad desde antes de la pandemia, a lo que deben sumarse los efectos que esta ha tenido tanto en el acervo de capital físico y humano como en la productividad total de los factores.

La mayoría mencionó que persiste un entorno de incertidumbre y riesgos a la baja para la actividad económica, destacando los riesgos de un rebrote de la pandemia. Algunos alertaron sobre la posibilidad de que se implementen nuevas medidas de distanciamiento. Uno señaló entidades del país que han transitado nuevamente hacia medidas de confinamiento más restrictivas de manera similar a lo observado en algunos países europeos, por lo que el desempeño económico depende significativamente de la trayectoria del virus. Sostuvo que un rebrote, no solo podría atrasar aún más la recuperación económica, lo cual implica daños colaterales en el empleo, sino que además la pandemia representa un riesgo considerable para el panorama productivo en el mediano plazo, generando daños estructurales en la economía. Otro destacó el incierto panorama económico para 2020 y 2021. Mencionó que a pesar de noticias alentadoras sobre la posibilidad de contar con una vacuna, aún no hay certeza sobre cuándo estaría disponible la vacuna o un tratamiento efectivo para el virus, ni sobre cuánto tiempo tomaría la producción y distribución de dicha vacuna, una vez que esté disponible, de modo que pueda verse un impacto económico relevante. Algunos resaltaron como riesgos al crecimiento afectaciones a las finanzas públicas y su posible impacto en las condiciones de acceso a los mercados financieros. Indicaron que a lo anterior deben agregarse otros

riesgos externos de índole económica, política o geopolítica. Uno de ellos añadió los de naturaleza idiosincrásica que enfrenta el país. Otro destacó episodios de aversión al riesgo, tensiones comerciales y problemas de solvencia de hogares y empresas.

Inflación en México

La mayoría mencionó que la inflación general anual aumentó entre septiembre y octubre y que se encuentra por encima de la meta de 3%. Uno destacó que la inflación de octubre fue la más alta en 17 meses y que su evolución ha excedido las proyecciones del Banco de México.

La mayoría consideró que la inflación ha seguido resintiendo los efectos de la pandemia, que ha implicado choques de oferta y demanda, así como una depreciación cambiaria, lo que ha propiciado cambios en precios relativos. Algunos destacaron por un lado los problemas logísticos y de suministro y por otro, la reasignación del gasto de los consumidores. Uno notó que los aumentos de precios debido al cierre de establecimientos y a problemas logísticos son ajenos al campo tradicional de la política monetaria. Otro apuntó que la disminución de la demanda agregada y la caída de los precios de los energéticos han favorecido la reducción de precios. Uno comentó que la reducción de la demanda aún no se refleja cabalmente en la inflación.

En cuanto a la inflación subyacente, la mayoría destacó los aumentos en la variación anual de los precios de las mercancías, especialmente alimenticias, y las reducciones en la de los servicios. Uno indicó que la caída en los precios de los servicios no ha compensado los aumentos en los de mercancías, principalmente las alimenticias, que se mantienen en niveles cercanos a 7%. Otro consideró preocupante que, en octubre, este componente se ubicara prácticamente en el límite superior del intervalo de variabilidad por tercer mes consecutivo. Uno resaltó que la inflación subyacente mostró cierta desaceleración en la segunda quincena de octubre al registrar un incremento de tan solo 7 puntos base con respecto a la quincena anterior. Indicó que los precios de los alimentos procesados, que aumentaron significativamente en marzo y abril, han mostrado señales de estabilización, incluso registrando cierta deflación en la segunda quincena de octubre con respecto a la quincena previa. Algunos destacaron que en octubre la variación anual de los precios de los servicios se ubicó en 2.4%. Uno puntualizó que la menor inflación de servicios refleja una reducción en

la demanda por las medidas de distanciamiento social. **Otro** mencionó que en el corto plazo la influencia de la brecha negativa del producto sobre la inflación ha sido insuficiente, ya que la inflación subyacente fundamental no ha disminuido notablemente.

La mayoría comentó que la inflación no subyacente aumentó, destacando los incrementos en las variaciones anuales de los precios de frutas y verduras. **Uno** notó que los precios de los productos agropecuarios se aceleraron sorpresivamente en octubre, lo que explica que la inflación se haya ubicado por encima del rango de variabilidad en dicho mes. **Otro** señaló que la dinámica menos favorable de los energéticos también impulsó al alza al componente no subyacente.

La mayoría consideró que hay señales de estabilización en algunos rubros de la inflación. **Uno** indicó que esto es resultado del comportamiento reciente de los precios de las mercancías alimenticias, de los servicios y de los energéticos. **Otro** notó que empiezan a contenerse las afectaciones sobre los precios asociadas con los problemas con las cadenas de valor, los costos de los insumos de materias primas, y las presiones de los precios de los energéticos y del tipo de cambio. Por lo anterior, se anticipa una baja importante en la inflación anual general para noviembre respecto a octubre. Agregó que las distorsiones del confinamiento han dificultado la lectura de la inflación, ya que las ponderaciones fijas en el INPC han quedado obsoletas. Detalló que el patrón de consumo ha cambiado, aumentando la compra de alimentos y disminuyendo el gasto en transporte, ropa, esparcimiento y turismo. A su vez, han aumentado más los precios de los primeros, mientras que han incrementado menos o incluso disminuido los precios de los segundos, por lo que el costo de vida de los hogares ha aumentado más de lo que indica la inflación. Opinó que lo anterior rebasa al campo habitual de la política monetaria.

Algunos indicaron que las expectativas de inflación general para el cierre de 2020 se incrementaron, mientras que las de mediano y largo plazos se mantuvieron estables en niveles mayores a 3%. **Uno** agregó que también aumentaron las correspondientes al cierre de 2021. **Otro** notó que estas últimas siguen superando por un margen relativamente amplio a las proyecciones del Banco Central. **Uno** señaló que los analistas probablemente ajustarán a la baja sus expectativas de inflación para el cierre del año, ya que las

afectaciones sobre algunos precios parecen haber comenzado a contenerse. **Otro** detalló que la inflación esperada por analistas para el cierre de 2021 es 3.5% y que las expectativas para los próximos 12 meses permanecieron estables y por debajo del nivel alcanzado a inicios de la pandemia. Agregó que las expectativas extraídas de instrumentos de mercado se encuentran en 3.2% para el promedio de uno a cinco años. Consideró que todo lo anterior implica que las expectativas de inflación no se han contaminado significativamente por los niveles de inflación observados recientemente. Por su parte, **uno** añadió que la prima por riesgo inflacionario a diez años extraída de instrumentos de mercado sigue aumentando.

La mayoría consideró que el comportamiento reciente de las inflaciones general y subyacente implica un ligero incremento en las trayectorias previstas en el horizonte de pronóstico, si bien se anticipa que las correspondientes a los próximos 12 a 24 meses se ubiquen alrededor de 3%. **Uno** notó que este escenario considera un desvanecimiento gradual de las presiones de oferta y mayores efectos de la holgura sobre las inflaciones general y subyacente en el horizonte de pronóstico.

Algunos señalaron que la convergencia de la inflación a la meta de 3% en la segunda mitad de 2021, como se había venido anticipando, no es el escenario más viable. **Uno** sostuvo que las inflaciones general y subyacente probablemente se mantendrán relativamente elevadas en los próximos meses y mostrarán descensos significativos hasta mediados de 2021, ante el impacto directo o indirecto de la disipación del efecto base derivado de la caída de los precios del petróleo en el segundo trimestre de 2020. **Otro** destacó que a pesar de un tipo de cambio más apreciado y menores precios de las gasolinas, las previsiones para las inflaciones general y subyacente se revisaron al alza para todo el horizonte de pronóstico, retrasando la convergencia a la meta del cuarto trimestre de 2021 al primer trimestre de 2022. Apuntó que a lo anterior contribuyeron los mayores precios de las mercancías y de los productos agropecuarios.

Por su parte, **algunos** consideraron que la inflación se encuentra en la trayectoria prevista para alcanzar la meta, si bien se espera un aumento transitorio en el segundo trimestre de 2021. **Uno** señaló que dicho repunte se asocia a una baja base de comparación. Mencionó que la trayectoria descendente se sustenta en la evolución previsible u observada de varios determinantes, destacando que: i) los precios de los energéticos permanecen relativamente

estables; ii) el tipo de cambio se ha apreciado de manera importante por más de siete meses consecutivos, revirtiendo buena parte del choque inicial de la pandemia, y iii) la economía permanece operando con un amplia holgura. **Otro** indicó que a pesar de las presiones actuales, se prevé una caída importante de la inflación en el segundo trimestre del 2021 y la consecución de la meta al final de ese año. Destacó que hay señales de moderación en el aumento de los precios que habían mostrado mayor incremento.

En cuanto a los riesgos a la baja para la inflación, la mayoría destacó las condiciones de holgura.

Uno agregó la posibilidad de menores presiones inflacionarias globales y que un rebrote de contagios reduzca la demanda de bienes y servicios. **Otro** consideró que, en general, las presiones inflacionarias observadas hasta ahora son de carácter transitorio y/o asociadas a factores de oferta. **Uno** notó que la reciente apreciación del peso apunta a menores presiones sobre los precios en los siguientes meses. Añadió que la nula presión fiscal actual sobre la inflación es positiva. Mencionó que no se han presentado nuevos impuestos o incrementos extraordinarios en los precios administrados, especialmente de los energéticos, por lo que la inflación no subyacente podría tener una influencia a la baja en la inflación.

Entre los riesgos al alza, **algunos** resaltaron la posibilidad de episodios de depreciación cambiaria. **Uno** consideró que el comportamiento del tipo de cambio es uno de los principales riesgos para la inflación en los próximos meses, como se esperaría en el caso de una moneda emergente tan líquida a nivel global como la mexicana. Añadió que el resultado de las elecciones en Estados Unidos y las noticias recientes sobre el desarrollo de una vacuna han atenuado los riesgos considerables que enfrenta la inflación, si bien no los han eliminado. **Algunos** añadieron que pueden seguir registrándose presiones al alza derivadas de la pandemia. **Uno** agregó las implicaciones del difícil contexto internacional y factores internos como la situación de las finanzas públicas, el incremento del salario mínimo para 2021 y el proceso electoral en México del próximo año. Consideró que la amplia brecha del producto dominará a los efectos anteriores, pero que los pronósticos más recientes sugieren que la convergencia de la inflación a la meta llevará más tiempo del previsto. **Otro** destacó el riesgo de que se presente volatilidad en los mercados financieros, si bien indicó que este parece estar acotado. **Algunos** señalaron la persistencia de la inflación subyacente en niveles elevados. **Uno** agregó que este

fenómeno, presente desde 2018, se ha agravado con la pandemia a través del componente de mercancías alimenticias, sin que la amplitud de la holgura haya contrarrestado las presiones alcistas. Consideró que el balance de riesgos para la inflación se ha deteriorado. **Otro** notó que el balance de riesgos asociado a la nueva trayectoria esperada para la inflación es incierto.

Entorno Macrofinanciero

La mayoría señaló que los mercados financieros mostraron un comportamiento favorable. **Uno** comentó que se observaron fluctuaciones importantes debido principalmente a las elecciones en Estados Unidos y a las expectativas sobre la disponibilidad de una vacuna para el COVID-19.

La mayoría destacó que en este contexto el peso mexicano presentó volatilidad y una apreciación.

Uno agregó que las condiciones de operación en el mercado cambiario mostraron recientemente una mejoría. **Otro** mencionó que el peso ha sido una de las divisas que más se apreciaron entre las monedas de economías emergentes y añadió que al cierre de octubre el saldo negativo de la posición cambiaria neta disminuyó, ubicándose en su menor nivel desde marzo.

La mayoría apuntó que las tasas de interés presentaron movimientos mixtos y acotados.

Uno precisó que las tasas de bonos gubernamentales de corto plazo tuvieron movimientos marginales mientras que las de largo plazo se incrementaron. **Otro** enfatizó que estas últimas mostraron altibajos. **Algunos** destacaron la disminución del riesgo soberano y el incremento del mercado bursátil. **Uno** señaló que se registraron flujos de salida de valores gubernamentales, aunque menores a los observados en marzo y abril.

Algunos mencionaron que persisten riesgos para los mercados financieros y que no pueden descartarse nuevos episodios de volatilidad que podrían presionar al tipo de cambio. **Uno** destacó los riesgos asociados con el debilitamiento de las finanzas públicas, la frágil situación de Pemex, la incertidumbre sobre políticas internas y posibles incumplimientos en los términos del T-MEC, así como el proceso electoral de 2021. **Otro** señaló que la reducción de la aversión al riesgo depende de la recuperación económica global, de los estímulos económicos posibles y del desarrollo de la vacuna. Apuntó que un retroceso en estos frentes aumentaría las primas de riesgo, la volatilidad financiera y presionaría al tipo de cambio.

Uno destacó los retos que se enfrentan ante una marcada contracción económica, menores ingresos públicos, presiones de gasto, así como un deterioro en los términos de intercambio y menores ingresos del exterior, lo cual ha afectado las calificaciones y perspectivas de riesgo soberano. Además, las necesidades de financiamiento del sector público se han incrementado recientemente en un entorno en el que persiste incertidumbre en cuanto a las fuentes de financiamiento internas y externas.

Otro apuntó que se proyecta que entre 2019 y 2020 los Requerimientos Financieros del Sector Público se incrementen de 2.3 a 4.7% y que su saldo histórico aumente de 44.8 a 54.9% como porcentaje del PIB. Mencionó que el balance fiscal podría deteriorarse más debido a presiones de gasto adicionales derivadas de la prolongación de la pandemia. **Uno** indicó que las perspectivas de las finanzas públicas para el 2021 son complicadas debido a la posibilidad de que los ingresos tributarios y petroleros sean menores a lo programado. Agregó que esto, en un entorno de agotamiento de los fondos de estabilización y un panorama poco favorable de crecimiento, constituye uno de los principales riesgos para la calificación soberana y para la economía, tanto en 2021 como a mediano y largo plazos. En este contexto, destacó la necesidad de una reforma fiscal. **Otro** opinó que no deben sobredimensionarse los riesgos asociados a las perspectivas de las finanzas públicas. Consideró que un déficit manejable, aun con desviaciones menores respecto de lo previsto para el 2021, y un bajo endeudamiento público son consistentes con el equilibrio macroeconómico. Aseveró que si bien los supuestos del paquete económico para 2021 podrían ser optimistas, es posible mantener las cuentas fiscales en orden. **Uno** argumentó que considerando la magnitud del choque económico, las finanzas públicas han tenido un desempeño relativamente favorable. Añadió que la fuerte apreciación del tipo de cambio de marzo a la fecha tiene su origen en que los fundamentos macroeconómicos del país se han mantenido sólidos, entre los que se debe incluir al compromiso con la disciplina fiscal que se ha venido observando.

Algunos externaron preocupación por la situación de Pemex. Agregaron que ello constituye un riesgo para la calificación soberana y destacaron la posibilidad de que la empresa requiera de apoyos fiscales adicionales, lo cual podría afectar a las finanzas públicas. **Uno** notó que en caso de recortes en la calificación de la deuda soberana y/o de Pemex, el balance fiscal podría deteriorarse aún más. **Otro** expresó que la posibilidad de una rebaja

adicional en la calificación de Pemex ya ha sido incorporada por los mercados, por lo cual este evento debe dimensionarse de manera adecuada.

La mayoría comentó que el impacto de la pandemia continuó afectando al financiamiento a las empresas. **Uno** apuntó que las condiciones de financiamiento continúan estrechas, si bien han mejorado con respecto a lo observado al inicio de la crisis sanitaria. **Otro** puntualizó que las fuentes de financiamiento internas y externas siguieron ampliándose en el tercer trimestre. **No obstante, la mayoría destacó la contracción del crédito bancario.** **Algunos** mencionaron que ello ha afectado principalmente a las pequeñas y medianas empresas. **Uno** resaltó que en septiembre el crédito a estas empresas registró una contracción anual de -6.3%. Agregó que el financiamiento de la banca comercial a empresas y hogares continúa deprimido sin señales claras de mejora. Sostuvo que esta situación está afectando fuertemente a los hogares. Mencionó que el crédito vía tarjetas decreció a una tasa anual de -11.5% y que otros tipos de crédito, como el de nómina, personales y automotriz, también se han estado contrayendo. **Algunos** señalaron que la contracción del crédito obedece a una baja demanda. **Uno** añadió la falta de confianza empresarial, la incertidumbre jurídica y un ambiente adverso para la inversión. Mencionó que las instituciones financieras tienen una percepción de mayor riesgo de crédito. **Otro** agregó que también se debe a condiciones más astringentes de los bancos y a la ausencia de suficientes garantías gubernamentales. **Uno** opinó que la contracción se asocia a factores de oferta y a tasas de interés activas relativamente elevadas. Enfatizó el estrechamiento de las condiciones de otorgamiento de crédito para todos los sectores, las cuales registraron en el segundo trimestre de 2020 el deterioro más grave de que se tenga registro. Argumentó que dicho deterioro se explica, en buena medida, por la reducción en las líneas de crédito ofrecidas. **Algunos** notaron que la disminución del crédito bancario no se debe a un problema de liquidez. Lo anterior considerando la liquidez de la que disponen los bancos y las acciones que en esta materia ha adoptado el Banco Central.

Algunos aseveraron que es imperativo que la banca comercial y el gobierno impulsen el crédito a través de programas de garantías. **Uno** destacó que la disponibilidad del crédito no sólo depende de lo que haga el Banco Central, sino de las alternativas que ofrezcan los bancos. Sostuvo que es imperativo que la banca comercial también haga su parte en el proceso de reactivación económica, y señaló que no

es creíble el argumento que se ha planteado en el sentido de una demanda por crédito insuficiente. **Otro** señaló que la recuperación económica será más difícil sin una adecuada expansión del crédito bancario. **Uno** apuntó que pese a que la banca cuenta con niveles sólidos de capital y liquidez, el deterioro en su cartera sigue latente. Argumentó que la CNBV debe promover que los intermediarios financieros reestructuren los créditos de clientes solventes con problemas de liquidez y busquen minimizar los índices de morosidad. Señaló que, en adición, la CNBV debe ampliar aún más pero de manera prudente las facilidades existentes para que las instituciones cuenten con reservas adicionales, amplíen su capital regulatorio y reduzcan sus requerimientos de capital por riesgo crediticio. **Otro** destacó que ante la expiración de los criterios contables especiales, es importante prestar atención a los indicadores de estrés en el sistema financiero.

Política Monetaria

Considerando las afectaciones en la inflación, la actividad económica y los mercados financieros, así como las previsiones de inflación y la conveniencia de consolidar una trayectoria decreciente para las inflaciones general y subyacente hacia la meta de 3%, la mayoría coincidió en mantener el objetivo para la Tasa de Interés Interbancaria a un día en 4.25%. Un miembro votó por disminuir el objetivo para la Tasa de Interés Interbancaria a un nivel de 4.00%. Todos coincidieron en que la decisión de mantener sin cambios la tasa de referencia constituye una pausa a fin de confirmar una trayectoria convergente de la inflación a la meta. Algunos mencionaron que esta pausa no debe considerarse como el fin del ciclo de relajamiento monetario. Hacia delante, todos señalaron que las decisiones de política monetaria dependerán de la información disponible, en particular de la evolución de los factores que inciden en la inflación.

Uno comentó que la política monetaria enfrenta, por un lado, importantes choques de oferta y demanda que afectan a la actividad e inflación y, por otro, incertidumbre en los mercados financieros globales y fragilidad en el apetito por riesgo y en los flujos de capital. Añadió que para tener un ajuste ordenado de la economía nacional y mantener una inflación baja y estable, se requiere de un buen funcionamiento en los mercados financieros. Señaló que deben identificarse los efectos de la política monetaria en toda la curva de rendimientos, ya que los componentes de la demanda agregada responden a

los diferentes segmentos de la misma. Mencionó que ante la contracción económica y sus efectos en la inflación, es deseable que toda la curva presente un ajuste ordenado y sostenible a la baja. Agregó que las tasas de interés de mediano y largo plazos incluyen primas de riesgo asociadas a diversos factores y que la política monetaria debe procurar que las primas de riesgo inflacionario de mediano y largo plazos sean bajas y estén contenidas. Consideró que es necesario que las expectativas de inflación se mantengan alrededor de su meta de manera sostenida, lo cual reduce las primas de riesgo inflacionario a lo largo de la curva de rendimientos. Comentó que lo anterior es importante al evaluar las respuestas de política monetaria entre economías emergentes, ya que estas generalmente necesitan complementar su ahorro interno con fuentes externas de financiamiento, y que para ello son relevantes sus primas de riesgo. Al respecto, mencionó que se requiere de un marco macroeconómico sólido y resiliente, capaz de soportar escenarios adversos y permitir costos de financiamiento más bajos a lo largo de la curva de rendimientos. También enfatizó que ante las afectaciones de la pandemia, la curva de rendimientos en México ha presentado un ajuste ordenado y sostenible a la baja. Señaló que al comparar el comportamiento de dicha curva entre economías emergentes, destaca que las tasas de interés de corto y largo plazos en México han disminuido considerablemente. Apuntó que si bien las tasas de corto plazo son menores en otras economías emergentes, en algunas de ellas las de largo plazo han disminuido menos o incluso han aumentado. Apuntó que el reto de mantener primas de riesgo bajas y estables se ha complicado por los retos derivados de la pandemia. Consideró que ante los retos y las disyuntivas que ha enfrentado la política monetaria en un entorno en el que la inflación general y subyacente se han visto presionadas, a pesar de la marcada debilidad de la actividad económica, una pausa otorgaría espacio para confirmar la trayectoria decreciente de la inflación general y subyacente hacia la meta de 3%.

Otro miembro argumentó que la política monetaria enfrenta un panorama complejo debido a efectos encontrados: la mayor caída del producto en noventa años contrasta con una inflación creciente que supera los pronósticos y expectativas de inflación por encima de la meta. Agregó la presencia de diversos riesgos que podrían presionar al tipo de cambio e imponer mayor estrés a la postura monetaria. Opinó que ante un entorno complejo es momento de hacer una pausa en el ciclo de relajamiento monetario y que esta es una decisión

congruente, prudente y cautelosa ante la marcada incertidumbre global y nacional. Consideró que dicha decisión reforzará la credibilidad sobre el compromiso de la Institución con su mandato prioritario y mandará un mensaje inequívoco de prudencia.

Este mismo miembro señaló que el nivel actual de la tasa real ex-ante está en terreno acomodaticio y que el diferencial de tasas con respecto a la Reserva Federal ha llegado a un nivel inferior al registrado durante la crisis de 2009. Ello a pesar de mayores riesgos internos derivados de una posición fiscal más deteriorada. Sobre la posibilidad de que una reducción de la tasa de referencia sea relevante para reactivar el crédito, subrayó que los datos recientes sugieren que el canal de la tasa influye poco en el financiamiento. Argumentó que desde el ámbito de la política monetaria se ha actuado amplia y oportunamente, pero la incidencia sobre la inversión, el crédito y el consumo ha sido limitada, ya que estos dependen más de la confianza y certidumbre jurídica. Añadió que este argumento se refuerza al considerar que las tasas de interés relevantes para la inversión y el consumo de bienes durables son las de mediano y largo plazos, las cuales actualmente se encuentran en niveles menores a los observados durante la recesión de 2009. Por otra parte, agregó que dada la elevada sensibilidad de los flujos de capital en México, es imperativo mantener un seguimiento cauteloso y calibrar la política monetaria, con el fin de evitar incrementar las vulnerabilidades financieras del país, en un entorno internacional incierto y con un riesgo país elevado. Finalmente, consideró que el comunicado de política monetaria debe transmitir que con la decisión se busca garantizar la trayectoria descendente de la inflación hacia la meta en el horizonte en el que opera la política monetaria, y que la conducción prudente y responsable de esta es la mejor forma de ratificar el compromiso con la estabilidad de precios.

Un miembro argumentó que la política monetaria implementada en los últimos meses ha hecho compatible una reducción importante de la tasa de referencia con un enfoque basado en la prudencia. Destacó que se ha evitado un desanclaje de las expectativas de inflación de largo plazo a pesar de los choques enfrentados; el diferencial de tasas de interés comparable con otras economías emergentes se ha reducido o revertido sin presiones excesivas sobre el tipo de cambio; y las tasas de interés de largo plazo se han mantenido en niveles por debajo de las observadas en diversas economías con tasas de referencia menores. Señaló que a pesar de estos esfuerzos y la fuerte

contracción económica, principalmente como resultado de los choques derivados de la pandemia, la situación inflacionaria sigue siendo difícil. Resaltó que además de que la inflación está por encima de la meta, debe considerarse el periodo prolongado en que la inflación subyacente ha permanecido elevada, la persistencia de expectativas de corto y largo plazos por encima de la meta, los riesgos para la inflación en los próximos meses, así como el hecho de que ante cifras de inflación que han rebasado frecuentemente las proyecciones durante el año, la posibilidad de que la inflación converja a la meta en el lapso previsto parece desvanecerse. Sostuvo que numerosos analistas anticipan que la inflación para 2021 y en el largo plazo se ubique por encima de la meta, a la vez que esperan reducciones en la tasa de referencia, lo que surgiera cuestionamientos sobre la credibilidad del compromiso del Banco Central con la meta. Opinó que, por todo lo anterior, es necesario seguir actuando con prudencia, lo que implica mantener inalterada la tasa de referencia. Indicó que este representa el escenario al que asigna mayor probabilidad la información derivada de instrumentos de mercado. Finalmente, consideró que la duración de esta pausa dependerá del comportamiento de la inflación y sus expectativas y pronósticos, y que en un entorno tan incierto se requerirá de flexibilidad en la implementación de la política monetaria para asegurar la convergencia de la inflación a la meta.

Otro miembro sostuvo que, desde distintas perspectivas, la flexibilización monetaria aún es insuficiente y que una pausa de ninguna manera debería interpretarse como el fin del ciclo de relajamiento. Apuntó que la tasa de interés real ex-ante es todavía alta en relación con la observada durante la crisis de 2009, cuando la holgura era menor que la actual, y las expectativas de inflación eran mayores. Agregó que dicha tasa también es alta en relación con la observada en el resto de las economías emergentes. Añadió que mientras en la mayoría de las economías se alcanzaron tasas reales cercanas a cero o negativas desde hace varios meses, en México aún se encuentra en terreno positivo. Opinó que la política monetaria todavía tiene espacio para contribuir a mejorar las condiciones de financiamiento sin poner en riesgo otros aspectos de la economía. Destacó que las tasas de interés que enfrentan las empresas tienden a disminuir con el relajamiento de la política monetaria. Comentó que los rubros de la demanda típicamente asociados con el crédito, como la inversión, las compras de bienes durables y las compras con tarjetas de crédito, son los que han tenido la recuperación más débil. Enfatizó que el

relajamiento monetario deberá continuar cuando las presiones inflacionarias comiencen a ceder y mientras se mantenga la brecha negativa del producto. De lo contrario, puede haber implicaciones costosas en el proceso de recuperación y afectarse de manera permanente los niveles de producción y de bienestar social.

Un miembro consideró que se necesita una tasa todavía más baja para ayudar al proceso de recuperación. Agregó que la inflación se encuentra en la trayectoria prevista y la brecha del producto se mantendrá muy negativa por un largo periodo, lo cual da espacio para continuar el ciclo actual de relajamiento como lo ha hecho la gran mayoría de los países. Señaló que la tasa de interés real ex-ante aún es positiva y que hay margen antes de alcanzar un nivel de cero o negativo. Notó que, ante la dificultad de instrumentar mayores estímulos fiscales, se necesita una política monetaria más expansiva y que se señale que permanecerá así por un largo tiempo. Además, destacó que el estímulo monetario debe seguir complementándose con medidas que incrementen la liquidez, atiendan el funcionamiento del sistema de pagos y fortalezcan los canales de financiamiento hacia las micro, pequeñas y medianas empresas. Con respecto a la postura absoluta, señaló que la baja actividad económica y la reducción de la aversión al riesgo abren espacio para un mayor relajamiento, si bien el aumento temporal de la inflación podría reducir este margen por unos meses. Argumentó que, por el lado de la postura relativa, el relajamiento monetario global y la menor aversión al riesgo permiten mantener el relajamiento monetario. Opinó que el punto terminal del ciclo de relajamiento es incierto, ya que depende de que la inflación se mantenga en la trayectoria prevista hacia la meta, que la brecha del producto sea negativa y que la recuperación siga en marcha. Enfatizó que si la decisión de política monetaria en esta ocasión es la de no modificar la tasa objetivo, ello tiene que considerarse como una pausa y no como el punto final del ciclo expansivo, a fin de dejar la puerta abierta a una postura más expansiva como lo han recomendado algunas autoridades financieras internacionales. Apuntó que la brecha inflacionaria de México es positiva, en contraste con las brechas negativas de la mayoría de las economías emergentes, por lo que las decisiones futuras deberán incorporar la evolución de los indicadores económicos. Además, destacó que debe mantenerse cautela con el fin de no afectar la estabilidad cambiaria y el sistema financiero.

3. DECISIÓN DE POLÍTICA MONETARIA

Los riesgos a los que están sujetos la inflación, la actividad económica y los mercados financieros, plantean retos importantes para la política monetaria y la economía en general. Considerando las previsiones de inflación descritas y la conveniencia de consolidar una trayectoria decreciente para la inflación general y subyacente hacia la meta de 3%, con la presencia de todos sus miembros, la Junta de Gobierno decidió por mayoría mantener el objetivo para la Tasa de Interés Interbancaria a un día en 4.25%. Un miembro votó por disminuir dicho objetivo a un nivel de 4.00%. Esta pausa brinda el espacio necesario para confirmar una trayectoria convergente de la inflación a la meta. Hacia delante, la conducción de la política monetaria dependerá de la evolución de los factores que inciden en la inflación general y subyacente, en sus trayectorias previstas en el horizonte de pronóstico y en sus expectativas.

La Junta de Gobierno tomará las acciones que considere necesarias con base en la información adicional, a fin de que la tasa de referencia sea congruente con la convergencia ordenada y sostenida de la inflación general a la meta 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 y Javier Eduardo Guzmán Calafell votaron a favor de mantener el objetivo para la Tasa de Interés Interbancaria a un día en un nivel de 4.25%.

Jonathan Ernest Heath Constable votó a favor de reducir el objetivo para la Tasa de Interés Interbancaria a un día en 25 puntos base para ubicarla en un nivel de 4.00%.

5. OPINIONES/VOTOS DISIDENTES

Voto. Jonathan Ernest Heath Constable

Mi voto es por reducir la tasa en 25 puntos base para ubicarla en 4.0% y seguir el ciclo a la baja hasta donde sea posible. El problema primordial que enfrentamos es la profunda caída en la actividad económica, su afectación hacia el mercado laboral y la expectativa de que la recuperación será débil,

difícil y prolongada. Ante la magnitud del desplome económico, no debemos sobrereaccionar porque la inflación se ubica temporalmente una décima de punto porcentual por arriba del rango de variabilidad de su objetivo. Ante la dificultad de instrumentar mayores estímulos fiscales, se necesita más de la política monetaria; se requiere una tasa todavía más baja para ayudar al proceso de recuperación. De no atenderse adecuadamente, la economía podría sufrir daños estructurales prácticamente

irreparables. Para esto, se requiere contar con el mayor apoyo posible, pasando de la actual postura monetaria modestamente expansiva a una altamente acomodaticia y que además señalicemos que permanecerá así por un largo tiempo. Incluso, la pausa no es admisible cuando se anticipa una baja sensible en la inflación en noviembre ante las bajas en los precios de los energéticos, frutas y verduras y por los descuentos en muchas mercancías en el Buen Fin.

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

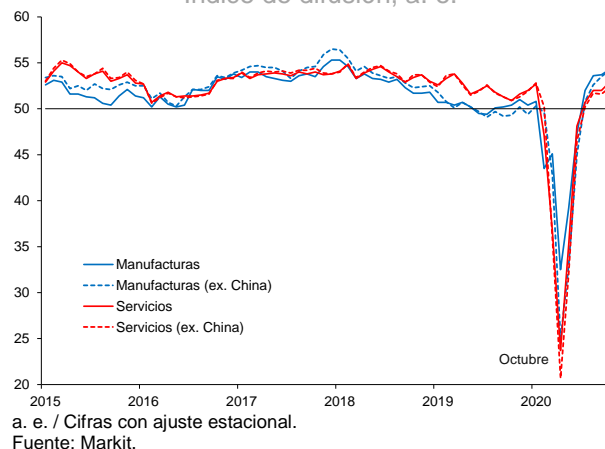
La información disponible sugiere que el proceso de recuperación de la actividad económica mundial iniciado en mayo con la gradual reapertura de la actividad productiva ha sido heterogéneo entre países y sectores y, recientemente, a un ritmo menor al observado entre mayo y junio (Gráfica 1). Así, la economía global se encuentra en niveles de actividad inferiores a los registrados antes de la pandemia. Además, persiste el riesgo de que la recuperación se vea obstaculizada por nuevas medidas de confinamiento, como las adoptadas a partir de octubre en algunos países europeos, ante los rebrotes en el número de contagios en diversos países. A su vez, la pandemia y las medidas implementadas para su contención han impactado significativamente la evolución de la inflación a nivel global. Así, si bien en los países avanzados y en gran parte de los emergentes las presiones inflacionarias a la baja han dominado sobre las presiones al alza, la inflación ha mostrado un comportamiento diferenciado por país. Ello, dependiendo de los diversos choques que han enfrentado y de factores idiosincrásicos como los efectos diferenciados en sectores específicos, las respuestas de política y los efectos sobre las distintas monedas. En este entorno, la inflación en las principales economías avanzadas permaneció por debajo de los objetivos de sus respectivos bancos centrales, mientras que en las economías emergentes el comportamiento ha sido más heterogéneo.

En este contexto, los bancos centrales y las autoridades fiscales de las economías sistémicamente importantes han mantenido diversas medidas de estímulo para atenuar los efectos adversos de la pandemia sobre la economía. En particular, los principales bancos centrales mantuvieron sus tasas de interés de referencia en niveles históricamente bajos, siguieron utilizando su balance para propiciar un buen funcionamiento de

los mercados financieros y reiteraron su compromiso de mantener una postura acomodaticia por un periodo prolongado. No obstante, desde septiembre se ha registrado mayor volatilidad en los mercados financieros globales, si bien menor a la observada al inicio de la pandemia. A ello ha contribuido la incertidumbre relacionada con la aprobación de un nuevo paquete de apoyo fiscal en Estados Unidos y a las posibles consecuencias del proceso electoral, un aumento en los contagios de coronavirus y la reimposición de medidas de confinamiento en diversos países, preocupaciones en torno a la valuación de algunos activos financieros y la posible salida del Reino Unido de la Unión Europea sin un acuerdo comercial.

En este entorno, los pronósticos de analistas y organismos internacionales siguen anticipando una fuerte contracción de la economía mundial en 2020, si bien se revisaron al alza recientemente debido a una caída menor a la que anticipaban para el segundo trimestre, particularmente en las economías avanzadas. A su vez, las expectativas de una gradual recuperación en 2021 se ajustaron ligeramente a la baja en respuesta a la menor contracción esperada en 2020 y a la perspectiva de que el distanciamiento social continuará durante el próximo año. Dichas previsiones siguen sujetas a un alto grado de incertidumbre, toda vez que el ritmo de recuperación estará condicionado a la evolución, aún incierta, que presenten los componentes de la demanda en diversos países y sectores económicos.

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



En Estados Unidos, el PIB creció a una tasa trimestral anualizada y ajustada por estacionalidad

de 33.1% en el tercer trimestre, después de la contracción de 31.4% en el segundo (Gráfica 2). Con estos resultados, este indicador continúa por debajo del nivel registrado previo a la pandemia. Dicha recuperación estuvo impulsada por un fuerte crecimiento del consumo personal y de la inversión residencial y en equipo, apoyados por los estímulos fiscales y condiciones financieras favorables. En contraste, los rubros que contribuyeron negativamente al crecimiento del producto fueron el gasto del gobierno, a medida que fueron disminuyendo algunos estímulos fiscales, y las exportaciones netas, resultado de un mayor dinamismo de las importaciones.

La producción industrial se contrajo en septiembre a una tasa mensual de 0.6%, manteniéndose aún por debajo del nivel registrado previo a la pandemia. Esta caída reflejó una contracción en la generación de electricidad, explicada por una menor demanda por aire acondicionado, después de un verano inusualmente cálido, y, en menor medida, una disminución en el sector manufacturero derivada de una menor producción de computadoras, electrónicos y vehículos de motor. Por su parte, el sector minero registró un aumento impulsado por una mayor extracción y perforación de pozos de petróleo y gas. En este contexto, indicadores disponibles a octubre, como el índice de gerentes de compras (PMI, por sus siglas en inglés) del sector manufacturero sugieren una recuperación moderada de dicho sector.

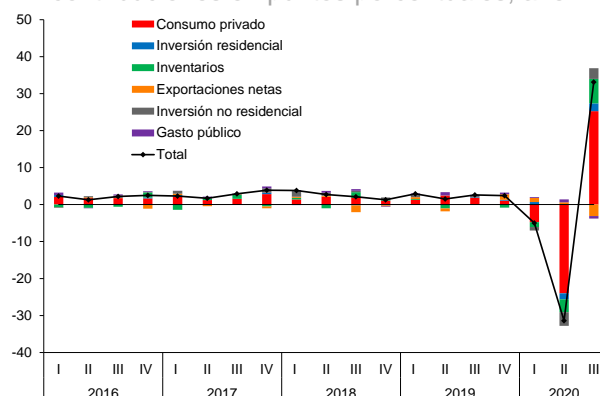
Asimismo, la recuperación del empleo en Estados Unidos continuó en septiembre y octubre, debido en buena medida, a la reincorporación de trabajadores despedidos temporalmente. La tasa de desempleo siguió disminuyendo al pasar de 8.4% en agosto a 6.9% en octubre, si bien continúa en niveles ampliamente superiores a los registrados previo a la pandemia. El número de personas que perdieron su empleo involuntariamente y no esperan recuperarlo en el corto plazo también se mantiene elevado. En el sector no agrícola, aunque se han recuperado entre mayo y octubre 12.1 millones de los más de 22 millones de empleos perdidos durante marzo y abril, el ritmo de recuperación se ha moderado.

En la zona del euro, luego de la fuerte contracción de la actividad económica en el primer y segundo trimestres del año, esta repuntó en el tercero, al registrar un crecimiento de 61.1% a tasa trimestral anualizada, si bien aún se encuentra por debajo del nivel previo a la pandemia. En particular, las ventas al menudeo mostraron una recuperación en agosto, impulsada por una mayor movilidad y confianza de

los consumidores, aunque recientemente ambos factores han disminuido ante el rebrote de contagios en algunos países. Por su parte, indicadores prospectivos, tales como los PMI, los índices de confianza y otros indicadores de alta frecuencia, apuntan a una significativa moderación en el ritmo de recuperación de la actividad económica, principalmente en el sector de servicios. La tasa de desempleo aumentó a un ritmo moderado, al pasar de 8.1% en julio a 8.3% en septiembre.

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 el Reino Unido, los indicadores disponibles sugieren un repunte de la actividad económica en el tercer trimestre, apoyado principalmente por la expansión de las manufacturas y la construcción, al tiempo que la recuperación de los servicios ha sido más moderada. Las ventas al menudeo continuaron recuperándose en septiembre y se ubicaron por encima del nivel previo a la pandemia. No obstante, los PMI, aunque se mantienen en terreno de expansión, registraron una disminución en septiembre y octubre, sugiriendo una moderación de la actividad económica en el cuarto trimestre. Cabe destacar que, si bien se han registrado avances en la negociación de un acuerdo comercial entre el Reino Unido y la Unión Europea en varios temas, persiste incertidumbre respecto a la posibilidad de que se concrete dicho acuerdo antes del 31 de diciembre de 2020.

En Japón, los indicadores disponibles sugieren una gradual recuperación de la actividad económica en el tercer trimestre del año. Por un lado, las ventas al menudeo exhibieron cierta estabilidad, mientras que la confianza de los consumidores aumentó en meses recientes, si bien continúa por debajo de los niveles previos a la pandemia. Por otro lado, la producción

industrial aumentó en septiembre, apoyada por las exportaciones y por la gradual recuperación de la demanda interna. Por su parte, los PMI de octubre permanecen en zona de contracción. Respecto al mercado laboral, la tasa de desempleo aumentó ligeramente, de 2.9% en julio a 3.0% en septiembre.

En las economías emergentes, las condiciones económicas varían 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, la recuperación económica continuó durante el tercer trimestre del año, al registrarse un crecimiento del PIB de 4.9% a tasa anual, después del 3.2% observado durante el segundo trimestre. Ello ha reflejado el impulso derivado de la inversión y de las exportaciones, lo que ha apoyado el crecimiento de la producción industrial. Por otro lado, la recuperación del sector servicios y del consumo continúa rezagada. En cuanto a las economías de América Latina, indicadores de demanda agregada y de producción sugieren que la recuperación económica se ha dado a un ritmo más lento que en otras regiones y que esta se ha moderado en algunos países.

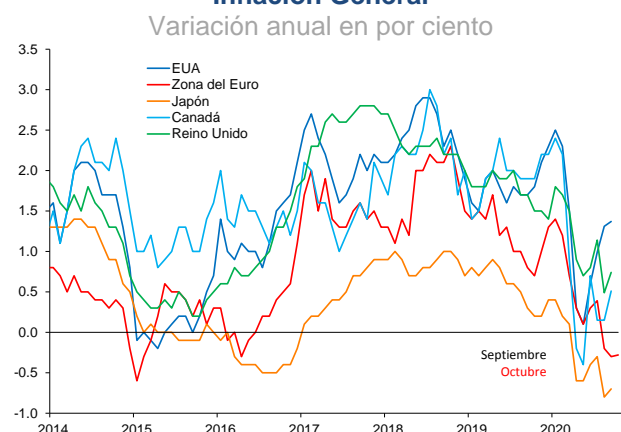
Los precios internacionales de las materias primas registraron comportamientos diferenciados desde la última decisión de política monetaria en México. En particular, los precios del petróleo han mostrado volatilidad desde septiembre ante la incertidumbre sobre la aprobación de un nuevo paquete fiscal en Estados Unidos, la posible reducción de la demanda por combustibles como resultado de los rebrotes de casos de COVID-19 en diversos países y las afectaciones a la producción por el paso de los huracanes en el Golfo de México. Por su parte, los metales industriales han mantenido una tendencia al alza debido a la continua recuperación de la producción industrial mundial y a la fuerte demanda de metales proveniente de China. Finalmente, los precios de los granos se vieron impulsados por la sólida demanda de estos bienes, así como por condiciones climáticas desfavorables para algunos cultivos, especialmente en Estados Unidos.

A.1.2. Política monetaria y mercados financieros internacionales

La pandemia y las medidas implementadas para su contención han tenido un impacto notorio sobre la evolución de la inflación a nivel global. La debilidad de la actividad económica ejerció, en general, importantes presiones a la baja sobre los precios de los servicios. Por su parte, los precios de algunos bienes, como los alimentos, aumentaron como

resultado de una mayor demanda y de afectaciones de oferta. Así, si bien en los países avanzados y en gran parte de los emergentes las presiones a la baja han dominado sobre las presiones al alza, los efectos han sido heterogéneos dependiendo de la magnitud de los choques y de circunstancias idiosincrásicas como los efectos diferenciados entre sectores y la respuesta de política como subsidios y recortes de impuestos, entre otros factores. De esta forma, en las principales economías avanzadas la inflación continúa ubicándose por debajo de sus metas (Gráfica 3). En este contexto, las expectativas de inflación derivadas de instrumentos financieros para las principales economías avanzadas, si bien en general han aumentado, se mantienen en niveles bajos. En las economías emergentes, el debilitamiento de la actividad económica y la caída en los precios de algunos servicios afectados por la pandemia contribuyeron a una disminución en las inflaciones en muchos de estos países, mientras que en otros se 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.

Gráfica 3
Economías Avanzadas Seleccionadas:
Inflación General

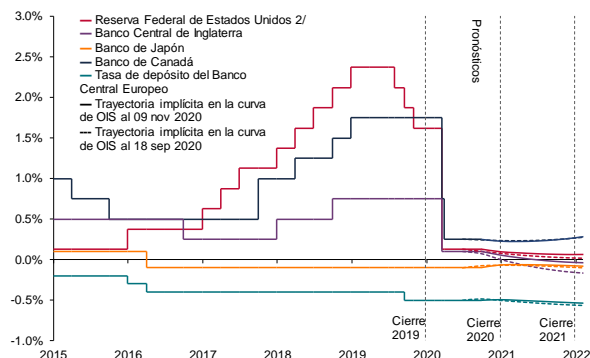


Fuente: Bureau of Labor Statistics, Eurostat, Bank of Japan, Statistics Canada, Office of National Statistics.

En este contexto, los bancos centrales de las principales economías avanzadas, además de mantener sus tasas de interés de referencia en niveles históricamente bajos y de seguir utilizando su balance para fomentar un funcionamiento ordenado de los mercados financieros, reiteraron su compromiso de mantener una postura acomodaticia por un periodo prolongado, ante las considerables afectaciones de la pandemia sobre la demanda agregada. Así, las expectativas extraídas de instrumentos de mercado siguen anticipando que dichos bancos centrales mantendrán una postura de

política monetaria altamente acomodaticia (Gráfica 4).

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



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

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

Fuente: Banco de México con datos de Bloomberg.

Entre las decisiones del periodo destacan:

- i) En su reunión de noviembre, la Reserva Federal mantuvo sin cambio su rango de entre 0 y 0.25% para la tasa de interés de fondos federales y su programa de compra de activos. Reiteró que espera que será apropiado mantener dicho rango hasta que las condiciones del mercado laboral hayan alcanzado niveles consistentes con su estimación de máximo empleo y que la inflación haya aumentado a 2% y esté encaminada a exceder moderadamente esta tasa durante algún tiempo. Asimismo, previo a su decisión de noviembre anunció cambios a los términos de su Programa de Préstamos Main Street, reduciendo el monto mínimo de los préstamos y ajustando las comisiones para fomentar la provisión de préstamos más pequeños y así orientar el apoyo a las empresas más pequeñas. En este contexto, las variables de mercado incorporan que dicho banco central mantendrá su tasa de referencia sin cambios durante 2020 y 2021.
- ii) En su reunión de octubre, el Banco Central Europeo no modificó sus tasas de referencia, manteniendo en 0.0, -0.5 y -0.25% las de refinanciamiento, de depósitos y de préstamos, respectivamente. Reiteró que espera que dichas tasas se mantengan en sus niveles actuales o por debajo de estos hasta que los pronósticos de inflación converjan de forma robusta a un nivel suficientemente cercano, pero por debajo del objetivo de inflación de 2%, y que dicha

convergencia se haya reflejado consistentemente en la dinámica de la inflación subyacente. Asimismo, mantuvo sin cambio sus programas de compra de activos. Además, indicó que, en el entorno actual, con un balance de riesgos sesgado a la baja, su Consejo evaluará la dinámica de la pandemia, las perspectivas de lanzamiento de vacunas y la evolución del tipo de cambio. En particular, señaló que la disponibilidad de nuevos pronósticos en diciembre y la evaluación del balance de riesgos, le permitirá recalibrar sus instrumentos de política monetaria según sea necesario para apoyar la recuperación económica y contrarrestar el impacto negativo de la pandemia sobre la trayectoria de inflación. Indicó que lo anterior fomentará la convergencia sostenida de la inflación hacia su objetivo, en línea con su compromiso con la simetría.

- iii) En su reunión de octubre, 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. Asimismo, apuntó que seguirá apoyando el financiamiento de empresas y la estabilidad en los mercados financieros a través del programa especial para apoyar el financiamiento en respuesta al COVID-19, una amplia provisión de yenes y fondos en moneda extranjera, y compras de fondos cotizados en bolsa e inmobiliarios. Dicha institución volvió a mencionar 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 mantuvo sin cambio en sus últimas reuniones su tasa de interés de referencia en 0.10% y su programa de compra de bonos corporativos. No obstante, en su reunión de noviembre incrementó el monto máximo de sus compras de bonos gubernamentales en 150 mil millones de libras, llevando el monto total a 875 mil millones de libras. Reiteró que seguirá supervisando la situación e indicó que, si las perspectivas de inflación se debilitan, el Comité estará listo para tomar cualquier acción adicional que sea necesaria para cumplir con su mandato. Asimismo, señaló que no tiene la intención de endurecer su postura de política monetaria al menos 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) En su reunión de octubre, el Banco de Canadá mantuvo sin cambio su tasa de interés de referencia en 0.25% y reiteró que la mantendrá en niveles

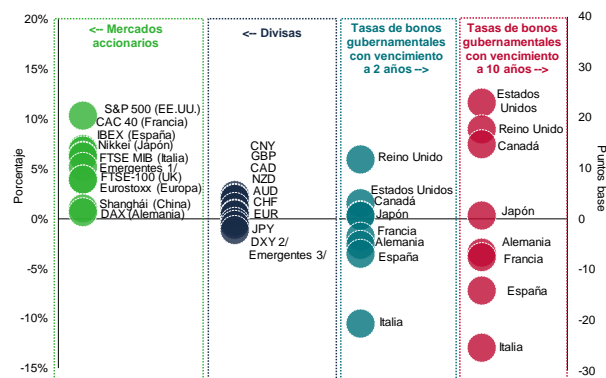
cercanos a cero hasta que la holgura se haya reducido, de tal manera que su meta de inflación de 2% se alcance de manera sostenida, lo cual prevé sucederá hasta 2023. Asimismo, anunció una recalibración en su programa de compra de activos hacia compras de bonos de mayor plazo y una reducción gradual del monto total hasta al menos 4 mil millones de dólares canadienses por semana. El Consejo consideró que con estos ajustes se está proporcionando al menos tanto estímulo monetario como antes y reiteró que continuará con dicho programa hasta que la recuperación económica esté claramente en marcha.

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 mantuvieron diversas medidas para garantizar el suministro de liquidez, proveer crédito y fomentar el buen funcionamiento de los mercados financieros.

En el contexto descrito para la actividad económica mundial, los mercados financieros internacionales mostraron un comportamiento volátil desde la última decisión de política monetaria en México, si bien de manera más acotada que durante marzo y abril. Lo anterior, debido a diversos factores como la incertidumbre asociada a la aprobación de un paquete de estímulo adicional en Estados Unidos y a los posibles efectos del proceso electoral en ese país, un aumento en el número de casos de COVID-19 en diversos países y el anuncio de nuevas medidas de distanciamiento social, las preocupaciones en torno a la valuación de algunos activos financieros, y la posibilidad de que no se alcance un acuerdo comercial de salida entre el Reino Unido y la Unión Europea. En las economías avanzadas los activos financieros presentaron episodios de elevada volatilidad. En particular, los principales índices accionarios registraron ganancias en la última semana, apoyados principalmente por el resultado electoral en Estados Unidos y los avances en el desarrollo de una vacuna para combatir al COVID-19. Por su parte, el dólar se depreció ligeramente frente a la mayoría de las divisas de países desarrollados. Finalmente, las tasas de interés de bonos gubernamentales de largo plazo mostraron movimientos diferenciados por región, destacando una continua disminución en las tasas de la zona del euro y un ligero empinamiento de la curva de rendimientos en Estados Unidos (Gráfica 5). A su vez, las economías emergentes registraron entradas netas de capitales, principalmente a activos de renta fija. Los mercados

accionarios de estas economías exhibieron episodios de mayor volatilidad y movimientos diferenciados por región, mientras que sus divisas presentaron, en general, un sesgo a la depreciación (Gráfica 6).

Gráfica 5
Variación de Indicadores Financieros
Seleccionados del 18 de septiembre al 9 de
noviembre 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 21 de septiembre al 09 de noviembre 2020
Porcentaje, puntos base

Región	País	Divisas	Bolsas	Tasas de interés 2A	Tasas de interés 10A	CDS
América Latina	México	4.71%	11.64%	-12	5	-56
	Brasil	0.64%	6.73%	59	-24	-61
	Chile	2.26%	7.81%	-3	15	-18
	Colombia	3.69%	1.35%	-17	-22	-54
Europa emergente	Rusia	-0.21%	4.33%	-17	-22	-44
	Polonia	0.71%	4.91%	6	21	-9
	Turquía	-5.78%	13.29%	74	88	-104
	Rep. Checa	2.63%	3.66%	10	36	-6
	Hungría	1.22%	13.35%	-7	-17	-19
Asia	Malasia	0.34%	1.66%	-16	14	-14
	India	-1.02%	12.00%	-32	-45	-45
	Filipinas	0.48%	13.14%	-48	-18	-15
	Tailandia	2.07%	0.84%	-1	-4	-2
	Indonesia	4.32%	7.13%	-8	-47	-29
África	Sudáfrica	8.38%	7.48%	-36	-35	-86

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, de la posible adopción

de nuevas medidas de contención en más países, de la suficiencia de los estímulos fiscales para apoyar la recuperación, y del proceso de desarrollo y distribución de una vacuna. A lo anterior se suma la persistencia de otros factores de riesgo como los elevados niveles de endeudamiento del sector privado, un incremento en el número de quiebras de empresas en los sectores más afectados por la pandemia, tensiones comerciales y un agravamiento de conflictos geopolíticos y sociales en diversas regiones del mundo, un aumento en la incertidumbre asociada a los posibles efectos del proceso electoral en Estados Unidos, y la posible salida del Reino Unido de la Unión Europea sin un acuerdo comercial, entre otros.

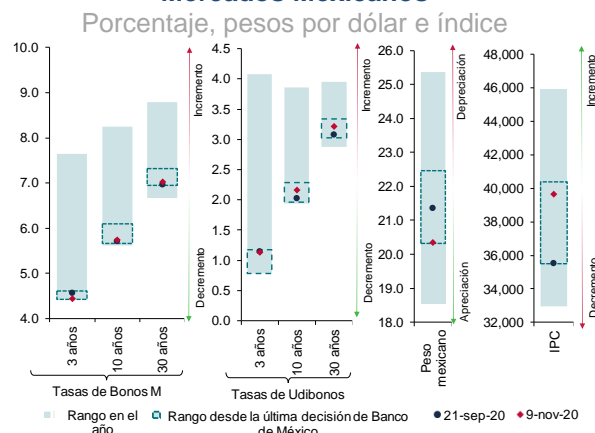
A.2. Evolución de la economía mexicana

A.2.1. Mercados en México

Desde la última decisión de política monetaria, los precios de los activos financieros en México presentaron un comportamiento con un sesgo positivo, en línea con lo observado en otras economías emergentes (Gráfica 7). Lo anterior, en un entorno en el que prevaleció la incertidumbre respecto a los efectos de la pandemia sobre la economía global y el resurgimiento de los casos de COVID-19 en algunas regiones, y en donde el sentimiento de cautela por parte de los inversionistas hacia activos de riesgo se extendió, debido a la incertidumbre alrededor de los resultados electorales en Estados Unidos. Sin embargo, el resultado preliminar de dicho proceso electoral, aunado a noticias positivas en cuanto a vacunas y tratamientos eficientes en contra del COVID-19, generaron un soporte adicional a los activos de países emergentes.

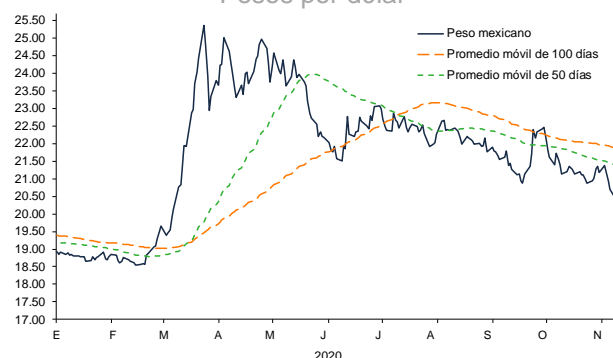
En el caso de la moneda nacional, esta destacó entre las divisas con mejor desempeño del complejo emergente, operando con volatilidad en un rango entre 20.32 y 22.46 pesos por dólar y terminando el periodo con una apreciación de 4.71% (Gráfica 8). Ello, en un contexto en donde las condiciones de operación, tanto realizadas como prospectivas, mostraron una mejoría marginal respecto al periodo de la decisión pasada, si bien permanecieron deterioradas respecto de los niveles previos a la pandemia.

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
Pesos por dólar

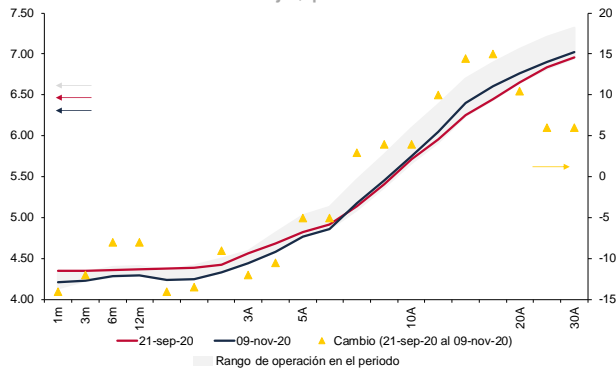


Fuente: Elaboración de Banco de México

Por su parte, las tasas de interés de los valores gubernamentales presentaron movimientos moderados diferenciados por plazo. En ese sentido, se observaron disminuciones en la parte de corto plazo de la curva y aumentos en la parte de mayor plazo (Gráfica 9), lo que provocó un aumento del diferencial 3 años—30años a niveles no observados desde el inicio de la pandemia. Asimismo, la curva de rendimientos de instrumentos a tasa real mostró la misma dinámica observada en las tasas nominales. En este contexto, las primas de compensación por inflación y riesgo inflacionario implícitas en los diferenciales entre las tasas nominales y reales de instrumentos de mercado mostraron movimientos diferenciados por plazo respecto a la decisión de política monetaria de septiembre (Gráfica 10). Cabe destacar que estos

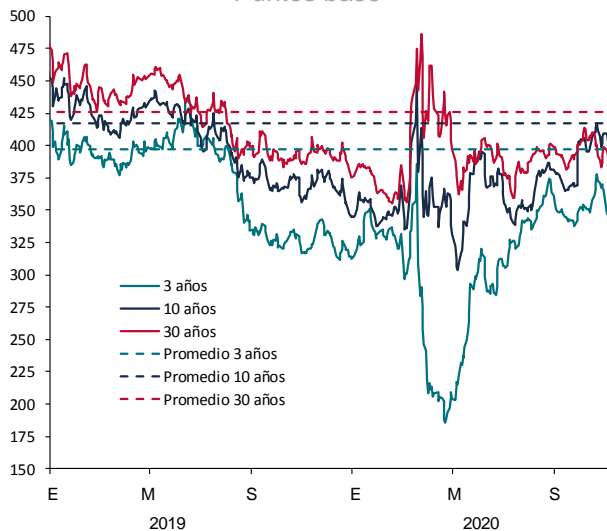
movimientos ocurrieron en un contexto en el que las condiciones de operación mostraron un deterioro marginal respecto al periodo de la decisión de política monetaria anterior.

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



Fuente: PIP

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



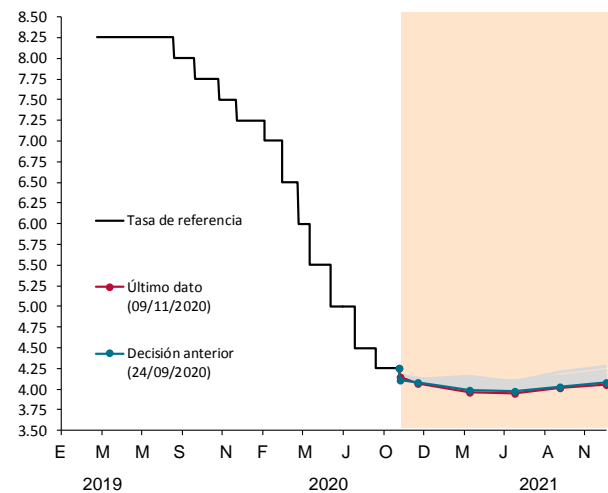
Fuente: PIP

En cuanto a las medidas anunciadas por el Banco de México en abril, el 21 de octubre se llevó a cabo la primera operación de intercambio temporal de garantías. Dicha facilidad se ha instrumentado en tres ocasiones y presenta un monto utilizado de 3.99 mil millones de pesos de los 50 mil millones de pesos disponibles.

En lo que concierne a las expectativas respecto a la trayectoria de la tasa de referencia de política

monetaria, la información implícita en la curva de swaps de TIEE descuenta con 39% de probabilidad un recorte de 25 puntos base para la decisión de noviembre (Gráfica 11). De manera similar, las expectativas del consenso de los analistas encuestados por Citibanamex anticipan un recorte de 25 puntos base. Respecto al cierre de 2020, las variables de mercado anticipan un nivel para la tasa objetivo de 4.07%, mientras que la mediana de la encuesta a economistas muestra un nivel de 4.00%. Finalmente, al cierre de 2021 las variables de mercado anticipan un nivel para la tasa objetivo de 4.05%, mientras que la mediana de la mencionada encuesta a economistas muestra un nivel de 4.00%.

Gráfica 11
Tasa de Fondo Implícita en la Curva de Swaps de TIEE
Porcentaje



Fuente: Elaboración de Banco de México con datos Bloomberg.

A.2.2. Actividad económica en México

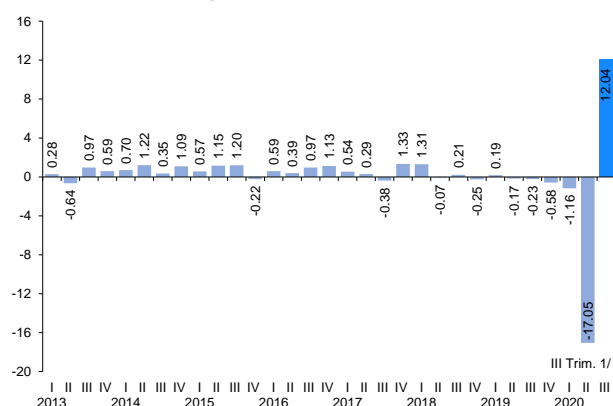
De acuerdo con la estimación oportuna del PIB publicada por el INEGI, después de una profunda contracción en el segundo trimestre, la actividad económica de México registró una recuperación en el tercero, si bien permaneció por debajo de los niveles previos a la emergencia sanitaria, en un entorno de incertidumbre y riesgos a la baja (Gráfica 12). Este comportamiento fue impulsado por una relativamente vigorosa recuperación de la demanda externa desde finales del trimestre previo y una reactivación de la demanda interna, asociada al relajamiento de las medidas implementadas por la contingencia desde finales de mayo, que ha sido más moderada que la de la externa.

Con relación a la demanda externa, luego de que el comercio exterior de bienes resintiera fuertemente

los efectos de la pandemia entre marzo y mayo, a partir de junio las exportaciones comenzaron a recuperarse como reflejo de la reapertura de algunas actividades económicas previamente clasificadas como no esenciales por las autoridades de salud y de la reactivación gradual de la demanda externa. Dicha recuperación provino tanto del dinamismo de las exportaciones automotrices, como del resto de las exportaciones manufactureras, particularmente las dirigidas a Estados Unidos (Gráfica 13).

Gráfica 12
Producto Interno Bruto

Variaciones porcentuales trimestrales, a. e.



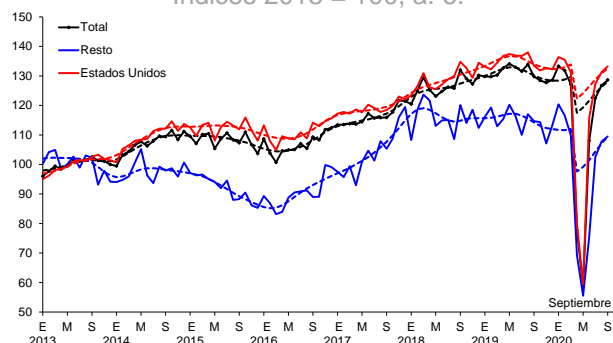
a. e. / Cifras con ajuste estacional.

1/ La cifra correspondiente al tercer trimestre de 2020 se refiere a la estimación oportuna del PIB trimestral publicada por el INEGI.

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

Gráfica 13
Exportaciones Manufactureras Totales

Índices 2013 = 100, a. e.



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

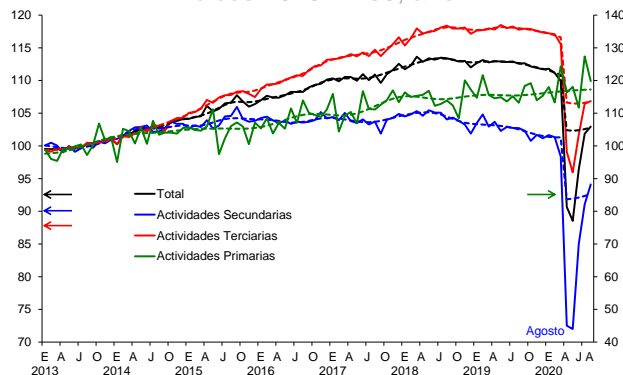
Fuente: Banco de México con base en SAT, SE, Banco de México, INEGI. Balanza Comercial de Mercancías de México. SNIEG. Información de Interés Nacional.

De acuerdo con su indicador mensual, en el bimestre julio - agosto el consumo privado siguió recuperándose moderadamente, si bien aún se ubica por debajo de los niveles reportados en febrero y presentó una desaceleración en el margen. Esta

recuperación fue reflejo de aumentos tanto en el consumo de bienes, como en el de servicios. Indicadores oportunos sugieren que la gradual recuperación del consumo privado continuó durante el resto del tercer trimestre y principios del cuarto. En particular, las ventas de la ANTAD alcanzaron en septiembre registros similares a los observados antes de la emergencia sanitaria, en tanto que las ventas de vehículos ligeros también exhibieron un crecimiento significativo en el periodo julio – octubre. Por su parte, en julio y agosto la inversión fija bruta también continuó recuperándose, si bien aún se ubica en niveles muy inferiores a los registrados antes de la emergencia sanitaria. Al interior de dicho indicador, el rubro de maquinaria y equipo continuó aumentando, aunque exhibió una notoria desaceleración en agosto, al tiempo que la construcción se mantiene en niveles particularmente bajos no obstante el repunte registrado en agosto. Indicadores oportunos de este agregado, tales como las importaciones de bienes de capital, sugieren que la inversión continuaría recuperándose a un ritmo moderado al cierre del tercer trimestre.

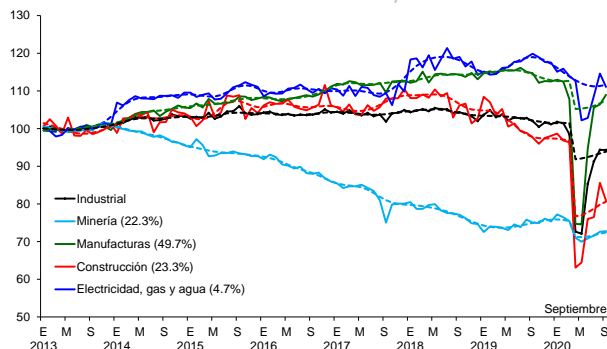
Por el lado de la producción, a lo largo del tercer trimestre las actividades secundarias revirtieron parcialmente la fuerte contracción observada en el segundo, si bien con cierta pérdida de dinamismo en septiembre (Gráfica 14). En particular, las manufacturas hilaron cuatro meses consecutivos de recuperación, mostrando cierta aceleración en el margen, al tiempo que persistió la atonía en la minería (Gráfica 15). En contraste, la construcción exhibió un importante retroceso en septiembre, revirtiendo parcialmente el repunte del mes anterior. Por su parte, las actividades terciarias mostraron una recuperación a un ritmo más moderado y con heterogeneidad entre sus sectores. Se presentaron alzas en los servicios de alojamiento temporal y de preparación de alimentos y bebidas; en el comercio al por mayor; en los servicios educativos y de salud y en los servicios de transporte e información en medios masivos. En contraste, se mostraron reducciones en los servicios de esparcimiento y otros servicios; en los servicios financieros e inmobiliarios; en las actividades de gobierno; en el comercio al por menor 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.
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.

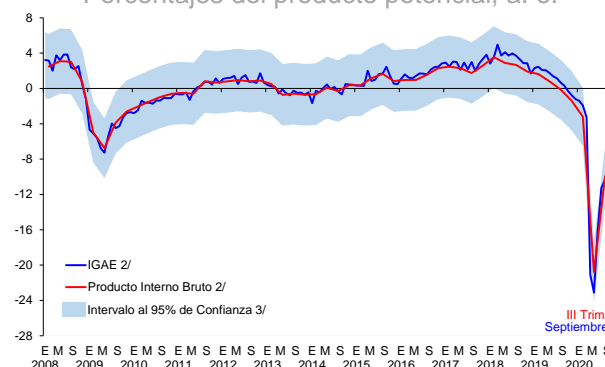
1/ Las cifras entre paréntesis corresponden a su participación en el total en 2013.

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

En cuanto a la posición cíclica de la economía, derivado de la paulatina reactivación de la actividad productiva y la mayor movilidad de la población, desde junio se ha ido revirtiendo parcialmente el fuerte incremento en las condiciones de holgura observado en abril y mayo, si bien se anticipa que continúen siendo amplias (Gráfica 16). Por su parte, de acuerdo con los resultados de la ENOE Nueva Edición, en septiembre continuó observándose una moderada recuperación en varios indicadores del mercado laboral. En particular, la tasa de participación exhibió un aumento respecto de agosto, al tiempo que la tasa de subocupación siguió disminuyendo en su comparación mensual, lo cual se puede asociar, en parte, a un aumento en las horas trabajadas y la reincorporación de algunos trabajadores ausentes temporales con vínculo laboral. Asimismo, la tasa de desocupación nacional

se redujo con relación a agosto, aunque continúa ubicándose por encima de los niveles previos a la contingencia sanitaria (Gráfica 17). A su vez, la creación de puestos de trabajo afiliados al IMSS ha mostrado cierta recuperación después del impacto ocasionado por la pandemia, si bien a un ritmo moderado. Finalmente, como reflejo de la recuperación de la producción y de las horas trabajadas, en agosto el costo unitario de la mano de obra en el sector manufacturero acumuló cuatro disminuciones mensuales consecutivas, aunque aún se mantiene por arriba de los niveles previos a la pandemia (Gráfica 18).

Gráfica 16
Estimaciones de la Brecha del Producto 1/
Sin Industria Petrolera 4/
Porcentajes del producto potencial, a. e.



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

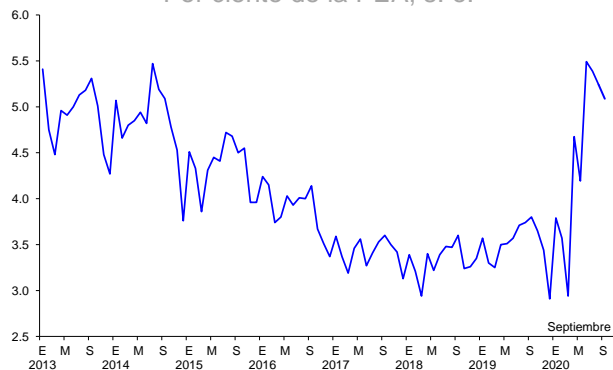
1/ Estimadas con el filtro de Hodrick-Prescott con corrección de colas; ver Banco de México (2009), "Informe sobre la Inflación, Abril-Junio 2009", pág. 74.

2/ Cifras del PIB oportuno al tercer trimestre de 2020 y del IGAE implícito a septiembre de 2020, congruente con dicha cifra oportuna.

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

4/ Excluye la extracción de petróleo y gas, los servicios relacionados con la minería y la fabricación de productos derivados del petróleo y del carbón.
Fuente: Elaboración de Banco de México con información del INEGI.

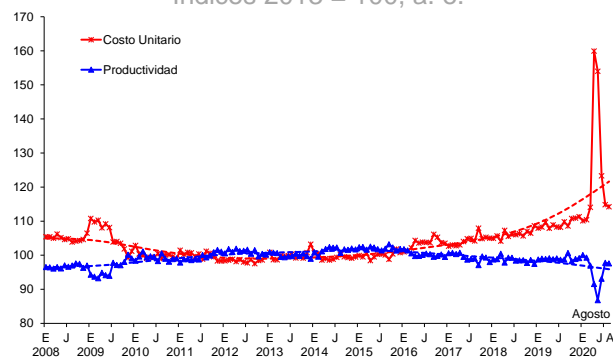
Gráfica 17
Tasa de Desocupación Nacional
Por ciento de la PEA, s. o.



s. o. / Serie original.

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

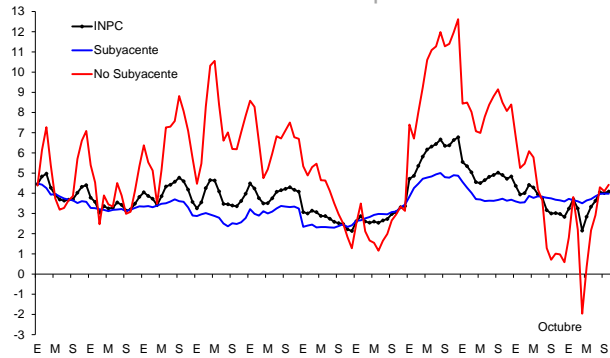
En septiembre, el financiamiento interno a las empresas registró una contracción a tasa anual por cuarto mes consecutivo, extendiendo la pérdida de dinamismo que se ha observado desde mayo. Lo anterior se debió principalmente a la reducción del crédito bancario a las empresas grandes, mismas que han moderado su demanda por este tipo de financiamiento respecto a lo observado al inicio de la pandemia. En tanto, el mercado interno de deuda corporativa continuó en septiembre con el repunte de nuevas colocaciones, luego de que estas presentaran un bajo nivel de actividad en el segundo trimestre. Por su parte, el crédito bancario a empresas de menor tamaño extendió su contracción a tasa anual. Respecto del crédito a los hogares, la cartera de vivienda registró un repunte en los montos colocados, si bien estos aún son menores a los registrados antes de la pandemia. En tanto, la cartera de consumo siguió contrayéndose, si bien en el margen se observa un incremento en los segmentos de tarjetas de crédito y créditos para adquisición de bienes de consumo duradero. Respecto a las tasas de interés de financiamiento a las empresas, en septiembre se redujeron, acorde con la disminución de la tasa de interés de fondeo bancario, al tiempo que los márgenes de intermediación del crédito bancario a las empresas se mantuvieron relativamente estables. A su vez, en agosto las tasas de interés del crédito a la vivienda hilaron su séptimo mes consecutivo de reducciones, al tiempo que las de tarjetas de crédito mostraron niveles similares a lo observado en junio. 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 se han reducido desde julio, si bien continúan en niveles elevados.

En septiembre, se anunció la ampliación de la vigencia de las medidas adicionales que el Banco de México ha establecido para promover el sano desarrollo del sistema financiero hasta el próximo 28 de febrero de 2021. Respecto de la provisión de recursos a instituciones bancarias para canalizar crédito a MiPyMEs y a personas físicas afectadas por la pandemia, a octubre catorce instituciones de crédito han firmado contratos para el uso de esta facilidad.

A.2.3. Comportamiento y perspectivas de la inflación

La inflación general anual aumentó de 4.01 a 4.09% entre septiembre y octubre de 2020 (Gráfica 19 y Cuadro 1). El cambio en el margen reflejó un incremento en la inflación no subyacente, destacando un aumento en la variación anual de los precios de las frutas y verduras.

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



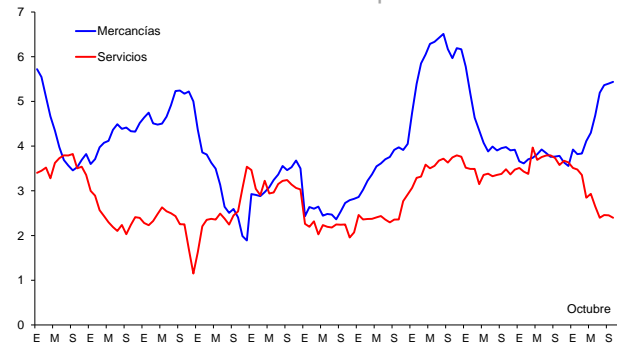
Fuente: Banco de México e INEGI.

En septiembre y octubre, la inflación subyacente anual se ubicó en 3.99 y 3.98%, respectivamente. Al respecto, los efectos asociados a la pandemia de COVID-19 han influido para que se haya observado una recomposición a su interior, caracterizada por presiones al alza en los precios de las mercancías y a la baja en los de los servicios. En particular, en esos meses la inflación anual de las mercancías se situó en 5.40 y 5.44%, respectivamente (Gráfica 20 y Cuadro 1). A su interior, luego de haber mostrado incrementos importantes, las variaciones anuales de los precios de las mercancías alimenticias permanecieron estables en el periodo de referencia, mientras que las de las no alimenticias exhibieron ligeros incrementos (Gráfica 21). A su vez, la inflación anual de los servicios se ubicó en 2.45 y 2.40% en los periodos señalados, si bien a su interior las variaciones en los precios de la vivienda y de la educación disminuyeron, y las de otros servicios, como el transporte aéreo y los turísticos, aumentaron.

La inflación no subyacente anual aumentó de 4.10 a 4.42% entre septiembre y octubre (Gráfica 22 y Cuadro 1), resultado que estuvo asociado, en buena medida, a los mayores niveles registrados en la inflación de los productos agropecuarios, que pasó de 8.16 a 9.61%, destacando las elevadas variaciones que se observaron en los precios de las

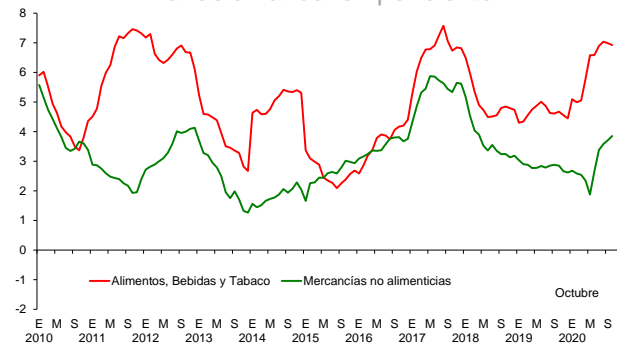
frutas y verduras. La inflación anual de los energéticos, por su parte, se situó en -0.39 y -0.71% en esos meses.

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



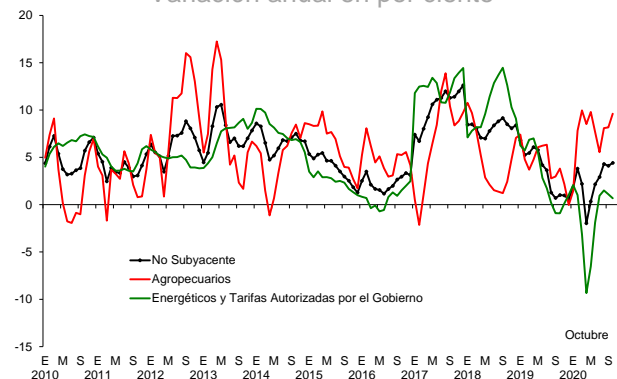
Fuente: Banco de México e INEGI.

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



Fuente: Banco de México e INEGI.

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



Fuente: Banco de México e INEGI.

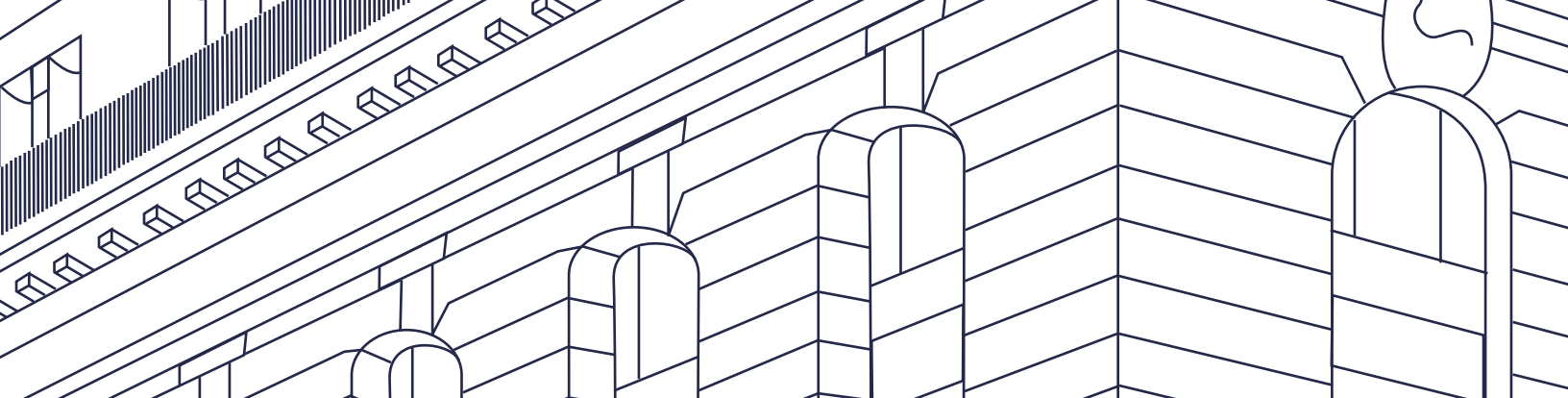
Respecto de las expectativas de inflación provenientes de la encuesta que levanta el Banco de México entre especialistas del sector privado, entre agosto y octubre la mediana para la inflación general al cierre de 2020 aumentó de 3.82 a 3.95%, mientras que para la inflación subyacente se mantuvo en 3.92%. Por su parte, las medianas de las expectativas tanto de la inflación general como de la subyacente para el mediano y largo plazos se mantuvieron alrededor de 3.50%. Finalmente, la compensación por inflación y riesgo inflacionario aumentó desde la última decisión de política monetaria, en un entorno de volatilidad.

La evolución de la inflación está sujeta a riesgos de corto y de mediano plazos, entre los que se encuentran los siguientes. A la baja: i) un efecto mayor al esperado por la brecha negativa del producto; ii) menores presiones inflacionarias globales, y iii) mayores medidas de distanciamiento que reduzcan la demanda de bienes y servicios. Al alza: i) episodios de depreciación cambiaria; ii) persistencia de la inflación subyacente en niveles elevados, y iii) problemas logísticos y mayores costos asociados a las medidas sanitarias. El balance de riesgos alrededor de la trayectoria esperada para la inflación es incierto.

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

Concepto	Agosto 2020	Septiembre 2020	Octubre 2020
INPC	4.05	4.01	4.09
Subyacente	3.97	3.99	3.98
Mercancías	5.36	5.40	5.44
Alimentos, Bebidas y Tabaco	7.04	6.99	6.93
Mercancías No Alimenticias	3.58	3.71	3.85
Servicios	2.46	2.45	2.40
Vivienda	2.28	2.20	2.12
Educación (Colegiaturas)	3.11	2.16	2.11
Otros Servicios	2.47	2.75	2.71
No Subyacente	4.30	4.10	4.42
Agropecuarios	8.09	8.16	9.61
Frutas y Verduras	13.12	12.76	16.24
Pecuarios	4.10	4.49	4.29
Energéticos y Tarifas Aut. por Gobierno	1.50	1.11	0.68
Energéticos	0.27	-0.39	-0.71
Tarifas Autorizadas por Gobierno	4.25	4.47	3.88

Fuente: INEGI.



BANCO DE MÉXICO®

Documento publicado el 26 de noviembre de 2020

