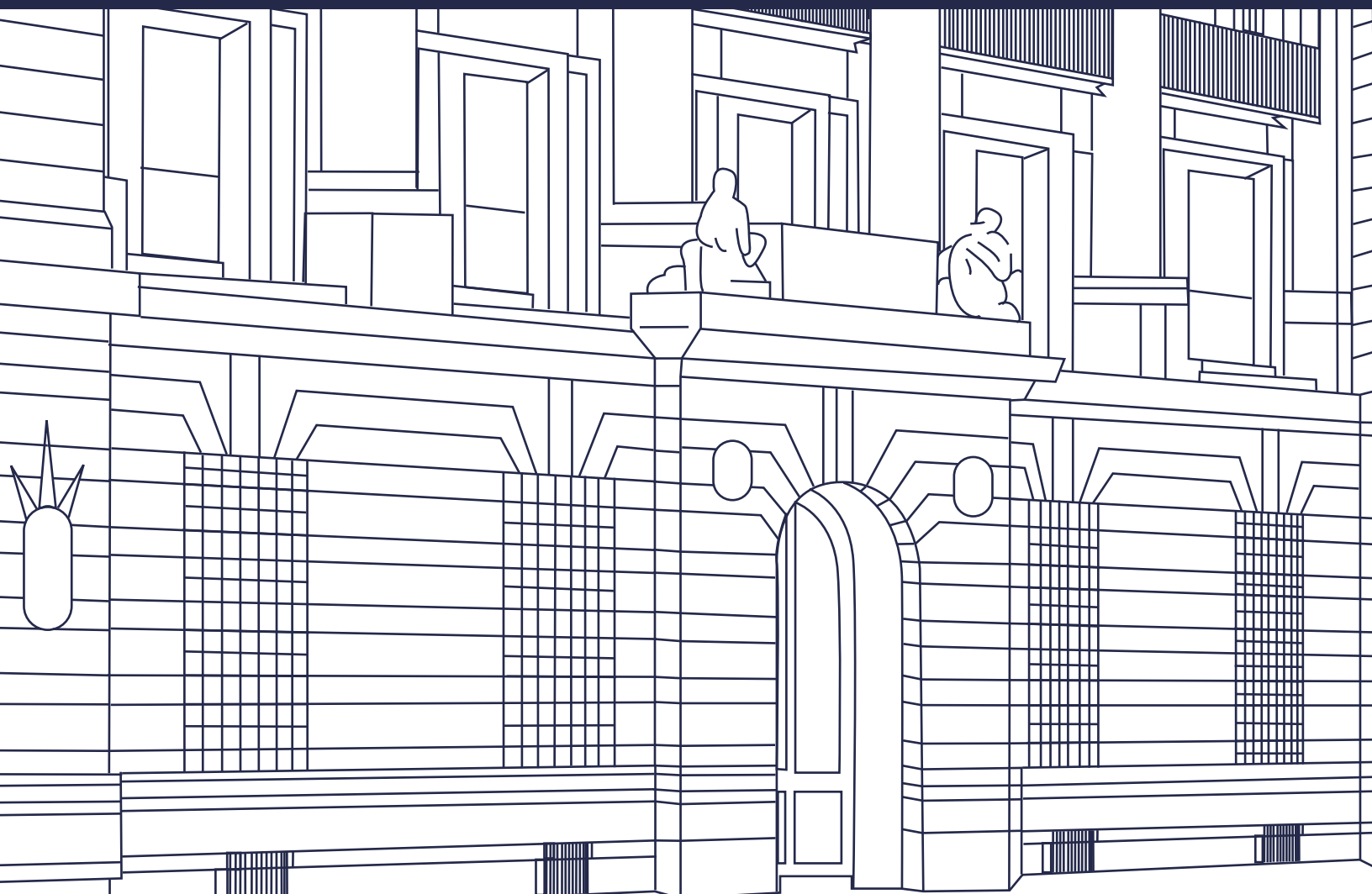




BANCO DE MÉXICO®

Minuta número 85

Reunión de la Junta de Gobierno del Banco de México, con motivo de la
decisión de política monetaria anunciada el 24 de junio de 2021



1. LUGAR, FECHA Y ASISTENTES

1.1. Lugar: Reunión celebrada por enlaces virtuales.

1.2. Fecha de la sesión de la Junta de Gobierno: 23 de junio de 2021.

1.3. Asistentes:

Alejandro Díaz de León Carrillo, Gobernador.
Galia Borja Gómez, Subgobernadora.
Irene Espinosa Cantellano, Subgobernadora.
Gerardo Esquivel Hernández, Subgobernador.
Jonathan Ernest Heath Constable, Subgobernador.
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 señaló que la actividad económica global sigue fortaleciéndose y que ello obedece, principalmente, a la disponibilidad de vacunas y a los estímulos al gasto. Agregó que la recuperación económica ha sido heterogénea entre países, enfatizando que China y Estados Unidos siguen liderando la reactivación de la economía global. Uno destacó la mejoría en Europa debido al proceso de reapertura en varios países, mientras que en Japón prevalecen condiciones de debilidad ante las nuevas medidas de confinamiento. Notó que entre las economías emergentes se observa una mayor heterogeneidad debido al repunte de los contagios en algunas regiones y al menor espacio para brindar estímulos adicionales. Añadió que en la mayoría de las economías prevalecen condiciones de holgura amplias. En este sentido, algunos comentaron que la recuperación sigue siendo incompleta. Uno consideró que la recuperación total aún está lejos de ser alcanzada y subrayó que diversos sectores productivos, y especialmente el empleo, aún permanecen por debajo de los niveles registrados antes de la pandemia. Otro resaltó que el desempleo en los países de ingreso medio y bajo sigue ubicándose muy por encima del nivel previo a la

pandemia, con importantes diferencias entre sectores y por género, siendo las mujeres de mayor edad las más afectadas. Mencionó que las economías emergentes siguen enfrentando obstáculos para alcanzar una reactivación significativa y sostenida.

La mayoría destacó el ajuste al alza en los pronósticos de crecimiento global, el cual se anticipa continúe siendo apoyado, principalmente, por la recuperación en Estados Unidos y China. Uno comentó que para 2021 se anticipa el mayor crecimiento de la economía mundial de los últimos 48 años. Otro señaló que la recuperación actual se encamina a ser la más acelerada desde la segunda guerra mundial. En cuanto a los riesgos, algunos mencionaron los asociados a la pandemia. Uno añadió el riesgo de que continúen presentándose disrupciones en las cadenas productivas, lo cual es previsible que ocurra hasta que no se observe una normalización completa de las actividades alrededor del mundo.

La mayoría comentó que la inflación global continuó aumentando por presiones en los precios de diversas materias primas, efectos de base de comparación y presiones de costos por cuellos de botella en la producción. Algunos agregaron presiones en el mercado laboral y mayores costos de transporte. La mayoría señaló que en algunas economías la inflación se encuentra por encima de los objetivos de sus respectivos bancos centrales. Destacó que en Estados Unidos la inflación anual del Índice de Precios al Consumidor (IPC) alcanzó 5% en mayo, la mayor desde septiembre de 2008.

Algunos mencionaron que las expectativas de inflación a nivel global se encuentran en niveles elevados. Uno resaltó que, si bien en las economías avanzadas las expectativas de mercado recientemente han disminuido, se mantienen en niveles superiores a los registrados en 2019. Otro comentó que en Estados Unidos las expectativas de inflación a dos años se han ubicado por arriba del 3% en las últimas semanas. Algunos apuntaron que se espera que las presiones sobre la inflación sean transitorias. Uno detalló que dicha percepción es compartida por organismos internacionales, bancos centrales y analistas, y que se ve reflejada en la trayectoria implícita de diversos instrumentos de mercado. Argumentó que ello se debe a que se anticipa el desvanecimiento de los efectos base, la estabilización o incluso reversión de los incrementos observados en los precios internacionales de materias primas y el alivio de las presiones que

actualmente se viven en algunos mercados, ante una eventual respuesta del lado de la oferta.

La mayoría subrayó el riesgo de que las disrupciones en las cadenas de suministro sean más duraderas que lo previsto y que las presiones inflacionarias resulten más persistentes que lo anticipado. Uno comentó que, si bien estas disrupciones se consideran transitorias, no se descarta una destrucción permanente en la capacidad de producción de ciertos eslabones de las cadenas globales. Apuntó que, en este escenario, la escasez de insumos tendría consecuencias más graves y duraderas, generando presiones significativas sobre la inflación. Agregó que, si la Reserva Federal normaliza su política monetaria más rápido, ello exacerbaría la volatilidad en los mercados financieros y acentuaría las presiones inflacionarias, especialmente en las economías emergentes. **Algunos** añadieron la presencia de presiones inflacionarias provenientes de la recuperación de la demanda ante los cuantiosos estímulos fiscales, especialmente en Estados Unidos. **Uno** consideró que el balance de riesgos para la inflación global ha comenzado a deteriorarse. **Otro** enfatizó que las afectaciones asociadas a la pandemia no tienen precedente y que su impacto sobre la actividad económica e inflación es muy incierto. Añadió que el ritmo de contagio y la disponibilidad de vacunas han sido determinantes importantes de la confianza de los consumidores y del mercado laboral. Destacó que las disrupciones ocasionadas por la pandemia son muy distintas a las observadas en otras crisis, por lo que ha sido más complejo identificar sus efectos de corto y de mediano plazo. En ese sentido, comentó que los pronósticos de actividad económica y de inflación no han capturado cabalmente los retos de la coyuntura actual. **Uno** sostuvo que el riesgo de una inflación mayor a la esperada parece haber comenzado a mitigarse ante los ajustes recientes en los precios de las materias primas, en particular de los alimentos. Mencionó que otras fuentes de preocupación en torno al riesgo de una inflación mayor, como son las disrupciones en las cadenas de suministro, los incrementos en los costos de los fletes y las presiones en el mercado laboral están asociados a las condiciones inusuales de operación que se viven todavía por la pandemia. Sostuvo que, por tanto, es previsible que conforme avance la normalización de actividades también mejoren las condiciones de operación y que comiencen a ceder las presiones salariales vía aumentos en la oferta laboral.

La mayoría resaltó que los bancos centrales de economías avanzadas mantuvieron sin cambio

su estímulo monetario. Uno opinó que se estiman menores estímulos monetarios en el mediano plazo. **La mayoría destacó que en la última decisión de política monetaria de la Reserva Federal se incrementaron los pronósticos para la inflación y el crecimiento económico, así como las expectativas para la tasa de fondos federales.** Uno apuntó que el presidente de dicho instituto central enfatizó que algunas de sus herramientas de comunicación, como es el llamado *dot-plot*, no representaban una decisión o un plan del Comité Federal de Mercado Abierto (*FOMC*). **La mayoría agregó que dicha institución ha comenzado a analizar una eventual reducción en sus compras de activos.** Al respecto, **algunos** comentaron que cualquier cambio será anunciado oportunamente para no generar movimientos abruptos en los mercados financieros. **Algunos** recalcaron que la Reserva Federal mantendrá su postura actual hasta que exista un progreso sustancial en las condiciones económicas hacia el cumplimiento de sus objetivos. **Uno** comentó que no se debe perder de vista que la postura de la Reserva Federal continúa siendo altamente acomodaticia. Recordó que, si bien los miembros de su comité reconocieron que la inflación ha aumentado, atribuyeron dicho incremento a factores temporales y reiteraron que persisten riesgos para la recuperación económica. Sostuvo que, incluso una vez que se incorporan los cambios recientes en las proyecciones de los miembros, la tasa de interés se mantendría en niveles sumamente bajos, por lo menos, hasta finales de 2023. Con respecto al nuevo marco de política monetaria de la Reserva Federal, consideró que este le ha permitido alcanzar niveles de tasas reales de interés históricamente bajos. Opinó que esto implica que ha sorteado los problemas asociados al límite inferior de la tasa de referencia de manera efectiva, sin afectar las expectativas de inflación de largo plazo y logrando un mayor estímulo. Con relación a la posibilidad de un apretamiento anticipado de las condiciones monetarias, consideró que es improbable que la Reserva Federal actúe con precipitación, ya que ello afectaría la recuperación económica. Mencionó que dicho organismo ha sido muy consistente en su narrativa y muy congruente en sus acciones, por lo que es poco probable que el retiro del estímulo monetario ocurra antes de que se tengan señales claras de una recuperación económica amplia e inclusiva. Mencionó que lo anterior es congruente con las expectativas de los analistas.

Algunos mencionaron que ante los aumentos en la inflación y en sus expectativas, los bancos centrales de algunas economías emergentes han adoptado

posturas menos acomodaticias. **Uno** opinó que ante las presiones inflacionarias se espera que algunas autoridades monetarias sigan retirando el estímulo. **Otro** puntualizó que en la mayoría de las economías emergentes se continúa previendo que las posturas monetarias permanezcan altamente acomodaticias. Argumentó que si bien hay algunos casos en donde se esperan mayores tasas de política hacia finales de 2021, se trata de economías en las que la tasa de referencia está cerca de cero o cuyos ajustes se explican por factores idiosincrásicos. Agregó que en la mayoría de estas economías las tasas reales de interés permanecen en terreno negativo, incluso en aquellas que actualmente experimentan desviaciones substanciales de la inflación con respecto a su objetivo. Resaltó que ello se debe, en parte, a que las presiones inflacionarias son consideradas transitorias y a que el aumento en los precios internacionales de las materias primas es un factor dominante sobre la inflación de estas economías, por lo que poco puede hacer la política monetaria para contrarrestar dichas presiones.

Todos notaron que después del anuncio de política monetaria de la Reserva Federal los mercados financieros internacionales presentaron cierta volatilidad. No obstante, la mayoría consideró que, en general, dichos mercados han presentado un comportamiento favorable. Destacó los incrementos en los mercados accionarios, con algunos alcanzando máximos históricos, así como cierta estabilidad en los mercados cambiarios y de deuda gubernamental. Algunos resaltaron el aplanamiento de la curva de rendimientos en Estados Unidos. Uno comentó que dicho aplanamiento incorpora la expectativa de aumentos de tasas de interés de corto plazo mayores a lo previamente anticipado, lo que contribuye a reducir las expectativas de inflación y las primas de riesgo inflacionario en las tasas de mayor plazo. Algunos subrayaron que estas últimas presentaron cierta volatilidad. Uno consideró que, hacia delante, las condiciones financieras globales seguirán siendo favorecidas por una postura acomodaticia por parte de la Reserva Federal.

En cuanto a las economías emergentes, **algunos** opinaron que el entorno global implica una mayor demanda externa para estas economías, así como mayores riesgos inflacionarios. **Uno** agregó que dicho entorno también implica condiciones financieras que podrían ser más restrictivas y volátiles para dichas economías. Señaló que en la medida que aumenten las tasas de interés a lo largo de la curva de rendimientos en Estados Unidos,

estas economías enfrentarán mayores dificultades para atraer y retener capital, así como ajustes cambiarios y presiones en las tasas de interés de corto y largo plazos. Subrayó los retos que cada economía enfrenta por la evolución de la pandemia y las afectaciones sociales que ello ha implicado, así como por sus características macroeconómicas. **Otro** destacó que los flujos de capital hacia activos de renta fija de economías emergentes registraron entradas moderadas, principalmente hacia China, mientras que los destinados a activos de renta variable presentaron flujos moderados mixtos.

La mayoría consideró que el principal riesgo para los mercados financieros globales es la posibilidad de una inflación mayor a la esperada. Uno precisó que lo anterior conduciría a un apretamiento monetario antes de lo previsto, lo que podría comprometer la recuperación económica. **Otro** agregó que los escenarios centrales para la economía global muestran una mayor recuperación, diferenciada entre países, cuyos efectos sobre la inflación y los mercados financieros son inciertos y propensos a generar episodios de volatilidad. Detalló que en los mercados financieros predomina una elevada incertidumbre, asociada a la inflación en Estados Unidos, sus perspectivas, y sus implicaciones para la curva de rendimientos. Comentó que, según las encuestas entre inversionistas, un riesgo adicional para los mercados financieros es un posible error de política monetaria en ese país.

Actividad Económica en México

La mayoría resaltó que la recuperación de la economía mexicana registró un importante repunte en marzo y cierta moderación en abril. Uno señaló que el avance en el proceso de vacunación ha apoyado la reactivación de la economía. **Otro** enfatizó que, si bien la actividad económica sigue mejorando, la recuperación aún es frágil e incompleta y la economía se encuentra lejos de su potencial. **Por el lado de la demanda, la mayoría coincidió en que el sector externo continúa apoyando la recuperación.** Al respecto, **uno** destacó la reactivación de la demanda externa, especialmente la estadounidense. **Otro** apuntó que las exportaciones manufactureras, particularmente las automotrices, mantuvieron un buen desempeño. **Uno** mencionó que las cuentas externas muestran un aumento en las importaciones y una reducción del superávit comercial.

La mayoría comentó que, si bien la inversión y el consumo han mejorado, todavía permanecen por debajo de sus niveles previos a la pandemia. Uno

expresó preocupación por la debilidad y los niveles particularmente bajos de la inversión, y **otro** enfatizó que ello afectará a la recuperación económica. **Uno** mencionó que en marzo el consumo privado presentó una variación anual de -0.7%. **Otro** resaltó que se encuentra 6% por debajo del nivel más alto alcanzado en 2019. **Uno** resaltó la debilidad que muestra el consumo de servicios nacionales y bienes semiduraderos. **Algunos** señalaron que diversos indicadores, tales como la confianza del consumidor, la masa salarial real y las remesas, han mejorado y apoyado al consumo. **Uno** consideró que dichos indicadores sugieren que la recuperación del consumo se mantendrá en los próximos meses.

Por el lado de la oferta, la mayoría resaltó el comportamiento heterogéneo de los distintos sectores. Señaló que la producción industrial, en particular la manufacturera, ha resentido la escasez de semiconductores que ha afectado especialmente al sector automotriz. Uno mencionó que esto último ha contribuido a que este sector siga operando por debajo de su capacidad instalada. **Otro** señaló que la actividad industrial también se vio afectada por la pérdida de dinamismo de la construcción. **La mayoría notó que las actividades terciarias siguieron recuperándose, si bien con una elevada heterogeneidad entre subsectores. Uno** agregó que las actividades relacionadas con el comercio han seguido mejorando, pero detalló que su recuperación sigue siendo lenta. **Otro** comentó que se espera que se mantenga la recuperación de los servicios. Sin embargo, destacó que aún se mantienen muy afectados los de alojamiento, preparación de alimentos y esparcimiento.

La mayoría notó que el mercado laboral continúa recuperándose, aunque todavía se encuentra deteriorado respecto de los niveles previos a la pandemia. Algunos destacaron que la tasa de participación laboral aumentó en abril. **Uno** apuntó que se ubicó en 59.02%, nivel mayor al registrado en marzo, aunque inferior a los observados antes de la pandemia. Señaló que en las crisis profundas el número de empresas que quiebra es lo que afecta directamente al empleo. En este sentido, comentó que es preocupante que de mayo de 2019 a septiembre de 2020 cerraron más del 20% del total de empresas del país, lo que contrasta con un aumento en la creación de solo 12%, siendo las PyMEs las más afectadas con una tasa de cierre de empresas de 21.2% y una creación de solo 2.8%. **Otro** precisó que la ocupación formal e informal, que entre febrero y abril de 2020 se contrajo en 12.5 millones de personas, al mes de abril de 2021 se ha

recuperado en 11.5 millones, de los cuales dos millones se reincorporaron en los primeros cuatro meses del año. Agregó que al mes de mayo de este año los puestos de trabajo afiliados al IMSS fueron 2.45% menores a los registrados en febrero de 2020.

La mayoría indicó que la tasa de subocupación disminuyó en abril. No obstante, algunos señalaron que su valor actual casi duplica al nivel observado normalmente. **Uno** destacó que la tasa de desocupación aumentó a 4.65% en abril, lo que representa 2.7 millones de personas. Agregó que esto se da en un contexto en que la Población Económicamente Activa aumentó como reflejo de la incorporación tanto de más personas ocupadas como de personas que buscan empleo. **Otro** destacó que en la Población No Económicamente Activa todavía hay alrededor de dos millones de personas disponibles para trabajar por encima de lo observado antes de la pandemia. **Uno** resaltó que los datos desagregados por sector y por género refuerzan la perspectiva de una recuperación desigual y débil del mercado laboral.

La mayoría comentó que se prevé que se mantengan condiciones de holgura en la economía en su conjunto. Algunos resaltaron las marcadas diferencias entre sectores. **Uno** señaló que se espera que la holgura vaya disminuyendo. **Otro** apuntó que la brecha negativa del producto sigue excediendo 4% y que no se anticipa que se cierre antes de 2023.

La mayoría destacó que, de acuerdo con los pronósticos del Instituto Central, se anticipa un crecimiento de 6% para 2021 y de 3% para 2022. Uno notó que la dinámica de la tasa de crecimiento para 2021 responde, en parte, a un efecto rebote ante la contracción económica del año pasado. **Algunos** señalaron que la recuperación estaría impulsada por la fortaleza de la demanda externa, los avances en la vacunación y la reapertura de actividades. **Uno** mencionó que se espera que se mantengan diferencias entre sectores. **Algunos** destacaron que el balance de riesgos para el crecimiento se encuentra equilibrado. **Uno** opinó que persisten los riesgos que se mencionaron en el Informe Trimestral Enero-Marzo 2021. **Otro** enfatizó que la pandemia sigue siendo el reto más importante para la actividad económica y añadió que recientemente el semáforo epidemiológico ha tenido reversiones en algunas entidades federativas, lo que indica que aún hay incertidumbre en la recuperación.

Inflación en México

La mayoría señaló que la inflación en México sigue resintiéndolo los efectos directos e indirectos de la pandemia. Mencionó que las presiones inflacionarias están asociadas al efecto de una baja base de comparación, como en el caso de los energéticos, a la recomposición del gasto, a presiones por los incrementos en los precios internacionales de las materias primas y otras presiones de oferta. Sobre estas últimas, uno comentó que en respuesta a dichas presiones se han visto aumentos de los precios de productos derivados del trigo, maíz y soya. Agregó que la recomposición del gasto generó un incremento en los precios de los servicios de telefonía móvil e internet. **Algunos** mencionaron que los efectos de base de comparación, los cambios en los patrones de consumo y los aumentos en precios de las materias primas, que explican el incremento de la inflación, son de naturaleza transitoria.

La mayoría señaló que la inflación se ha visto afectada por presiones originadas por el lado de la oferta. Uno indicó que se aprecian aumentos considerables en los precios de los bienes intermedios, reflejados en el índice de precios productor con incrementos no observados desde tiempo atrás y también destacó la posibilidad de choques adicionales de oferta como las presiones observadas sobre los precios de los alimentos básicos. **Otro** subrayó que factores como la reapertura diferenciada entre países y sectores, ha propiciado afectaciones en el suministro de insumos, el transporte y el manejo de inventarios, generando cuellos de botella en la producción. Añadió que los costos de producción también han aumentado por los nuevos requerimientos sanitarios y de distanciamiento en los procesos productivos, y por la menor disponibilidad de mano de obra. Agregó que los proveedores de bienes y servicios han mostrado menor capacidad de respuesta, retrasos y escasez de productos. Argumentó que por la pandemia la oferta enfrenta menor capacidad para absorber el crecimiento de la demanda sin presionar los precios. **Uno** consideró que, por lo inédito de la crisis, es difícil predecir el tamaño y la duración de las presiones por el lado de la oferta y su interacción con los patrones de demanda.

En este contexto, la mayoría mencionó que la inflación general ha presentado niveles cercanos a 6% y que se encuentra significativamente por arriba del objetivo del Banco. Uno argumentó que los niveles actuales de inflación se deben a que un número reducido de productos ha registrado

variaciones significativas en sus precios, por lo que, en su opinión, el incremento de 6% está lejos de ser generalizado. Comentó que algunos precios que habían registrado los mayores incrementos ya han comenzado a estabilizarse.

Respecto de la inflación no subyacente, **algunos** mencionaron que estuvo afectada por un descenso en la inflación de los energéticos y presiones al alza en los precios de los productos agropecuarios. **Uno** destacó que estos últimos han experimentado presiones derivadas de fenómenos climáticos y de un aumento vigoroso en su demanda. **Otro** resaltó que la inflación no subyacente ha pasado de 2.6% en enero a niveles de dos dígitos desde abril.

La mayoría destacó el aumento en la inflación subyacente, asociado al incremento en la inflación de servicios y a los niveles persistentemente elevados de la inflación de mercancías. **Algunos** expresaron preocupación por la resistencia a disminuir de la inflación subyacente. Detallaron que desde mayo de 2018 se ha mantenido alrededor de 3.8% y que recientemente ha mostrado una tendencia ascendente. **Uno** enfatizó que ha mostrado persistencia a pesar de los amplios niveles de holgura. Señaló que la inflación de las mercancías no alimenticias se mantiene elevada, mientras que la correspondiente a las mercancías alimenticias aumentó. Añadió que se observa una tendencia ascendente del componente subyacente que se prevé continúe por varios meses. **Otro** resaltó que si bien entre abril de 2018 y febrero de 2021 la inflación subyacente no había rebasado el umbral de 4%, a partir de marzo ya se ubica por encima de este. Argumentó que este componente enfrenta problemas que van más allá del efecto de base de comparación. Comentó que, al controlar por efectos estacionales, la inflación mensual se ha acelerado para una fracción considerable de mercancías y servicios. Detalló que en ciertas mercancías como ropa y calzado los precios se han ajustado al alza para recuperar los bajos márgenes de ganancias registrados durante la pandemia. **Uno** detalló que los precios del 75% de las mercancías están creciendo a un ritmo superior a 4% y que en su conjunto presentan variaciones anuales cercanas a 6%. **La mayoría comentó que, ante la reapertura de actividades, la inflación de servicios ha revertido la tendencia descendente que había presentado durante la mayor parte de 2020.** **Uno** detalló que ha aumentado consistentemente desde inicios de 2021. **Otro** agregó que esto es un riesgo para la inflación dado que la demanda deprimida, hasta el momento había contribuido a contener los registros de la inflación en este rubro. Conforme la

economía se abra en el período post pandemia se observarán mayores presiones en estos precios por los nuevos patrones de consumo.

Este mismo miembro indicó que si bien la inflación fundamental se mantiene en la meta, es un concepto analítico que hay que tomar con cautela. Recordó que se interpreta como aquella que responde más al ciclo económico. Comentó que su nivel actual de 3.1% indica que al haberse situado la economía en la parte recesiva del ciclo por casi 3 años, la presión sobre los precios más susceptibles a factores cíclicos es baja. Sin embargo, opinó que este indicador no señala un nivel compatible con la meta inflacionaria, ya que solo refleja el 35% de los genéricos del componente subyacente. Añadió que la inflación fundamental tendría que mostrar un nivel más alto ante una mayor tasa de crecimiento económico, incluso si esto último se debiera a un efecto base.

La mayoría señaló que las expectativas de inflación para el cierre de 2021 volvieron a incrementarse y que las de mediano y largo plazos se mantuvieron estables en niveles superiores a la meta de 3%. Algunos detallaron que las expectativas de corto plazo son las más sensibles a los datos observados. **Uno** indicó que los niveles registrados de la inflación por encima de lo anticipado contribuyeron al aumento en las expectativas de inflación para este año y el siguiente. **Algunos** destacaron que de acuerdo con diversas encuestas la mediana de las expectativas para los siguientes 12 meses permanece cercana al 3%. **Uno** añadió que dicha mediana incluso ha disminuido gradualmente y se ubica cerca de la meta. Agregó que aunque las expectativas de inflación extraídas de instrumentos de mercado tuvieron un aumento en el margen aún se encuentran dentro del rango de variabilidad, lo que sugiere que los mercados prevén que el incremento en la inflación será transitorio. Por su parte, **otro** detalló que en la última encuesta de Banxico los especialistas asignaron una probabilidad de 54% a que la inflación se ubique por arriba de 5.1% al cierre de 2021 y una probabilidad de 59% a que cierre por encima de 3.6% en 2022, lo cual contradice la previsión de que la meta se alcanzaría a la mitad de este último año. Además puntualizó que con la publicación de los nuevos datos de inflación en junio es predecible que los analistas asignen todavía una mayor probabilidad de que la inflación se sitúe muy por encima del nivel objetivo en este año y en el próximo.

La mayoría mencionó que, al incorporar el comportamiento reciente de la inflación, las

nuevas trayectorias esperadas para la general y subyacente en los próximos trimestres son más elevadas que las publicadas en el Informe Trimestral Enero-Marzo 2021. Añadió que se estima que la inflación general se ubique alrededor de la meta de 3% en el tercer trimestre de 2022. Uno recordó que en el comunicado de política monetaria de mayo se anticipaba que las inflaciones general y subyacente convergerían a la meta en el segundo trimestre de 2022. Añadió que en el Informe Trimestral Enero-Marzo 2021 se destacó que el escenario central previsto para la inflación no incorporaba presiones adicionales y que su materialización implicaría un escenario más adverso para la inflación. Señaló que en la actualización de los pronósticos de inflación la convergencia de la inflación general a su meta se retrasaría al tercer trimestre de 2022 y que también la convergencia del componente subyacente tomaría más tiempo. **Algunos** resaltaron que desde la última decisión de política monetaria la trayectoria de inflación para los siguientes ocho trimestres se ha revisado significativamente hacia arriba. **Uno** destacó que el planteamiento central del último Informe Trimestral y de muchos analistas es que las presiones inflacionarias actuales, fruto de choques y el efecto aritmético de la baja base de comparación, son transitorias por lo que deben empezar a disiparse en los próximos doce meses. Sin embargo, aún existe escepticismo sobre la posibilidad de que la inflación converja hacia el objetivo a partir del segundo trimestre del año entrante. Ello debido a la alta incertidumbre y a un balance de riesgos para la inflación sesgado al alza. Agregó que preocupa que la magnitud de la desviación con respecto a los pronósticos pasados vuelva a repetirse; en particular en lo que respecta a la convergencia de la inflación a la meta. Las expectativas inflacionarias se pudieran deteriorar ante un desplazamiento continuo de los pronósticos hacia una mayor inflación.

La mayoría apuntó que se anticipa que las presiones sobre la inflación tengan un carácter transitorio. Algunos destacaron la moderación en los precios de energéticos, la estabilización de los precios internacionales de las materias primas y que los efectos de una recomposición del gasto son de una sola vez. **Uno** añadió el desvanecimiento de los incrementos en los precios de productos agropecuarios. **Otro** comentó que la dinámica de la inflación en México ha seguido la tendencia alcista mundial, aunque de forma más acentuada. Señaló que previamente se esperaba una reversión en la tendencia de la inflación a partir de mayo, por el desvanecimiento de los efectos de base de comparación. No obstante, destacó que, al

considerar la información más reciente, ahora se anticipa un nuevo repunte de la inflación que podría extenderse hasta agosto o septiembre, debido a elementos no anticipados y distintos al efecto base. Resaltó que, a diferencia de otras economías emergentes, el aumento de la inflación en México entre enero y mayo respondió mayoritariamente a factores estructurales. **Uno** señaló que de acuerdo con los nuevos pronósticos podría presentarse un efecto base muy significativo para el cuarto trimestre de este año. Aunado a ello, comentó que se estima que la actividad económica se modere en el 2022, coincidiendo en términos generales con el momento en que algunos efectos base de la inflación se desvanezcan.

Entre los riesgos al alza para la inflación, la mayoría destacó la posibilidad de una mayor inflación externa, la elevada persistencia de la inflación subyacente, episodios de depreciación cambiaria, así como presiones de costos o reasignaciones de gasto. Algunos agregaron posibles episodios de volatilidad en los mercados financieros. **Uno** señaló el riesgo de que las sequías presionen los precios de los bienes agropecuarios. **Otro** agregó una actividad económica más dinámica. **Uno** consideró que existen riesgos con respecto a la recuperación de la demanda reprimida, especialmente en el sector de servicios. Respecto de los riesgos a la baja, **algunos** mencionaron los efectos de la brecha negativa del producto y mayores medidas de distanciamiento social. **Uno** destacó la posibilidad de una apreciación cambiaria.

La mayoría consideró que el balance de los riesgos que podrían incidir en la trayectoria esperada de la inflación en el horizonte de pronóstico es al alza. Uno comentó que debe distinguirse entre los riesgos a corto y mediano plazos. Opinó que el balance de riesgos a corto plazo se ha deteriorado de manera importante. No obstante, argumentó que los riesgos a mediano plazo, si bien permanecen elevados, han mejorado ante la estabilidad del tipo de cambio, la contención en los precios de los energéticos y una mejor perspectiva sobre los precios internacionales de las materias primas. **Otro** destacó que los riesgos para la inflación no subyacente también están sesgados al alza debido a: i) nuevos choques de oferta asociados tanto a aumentos en los precios de energéticos y materias primas como al incremento de los costos de transporte, y ii) presiones en precios de bienes agropecuarios.

Entorno Macrofinanciero

La mayoría mencionó que los mercados financieros nacionales han mostrado un comportamiento estable. Uno consideró que entre los factores que han contribuido a lo anterior destacan el crecimiento económico y sus expectativas, finanzas públicas sanas, una cuenta corriente menos deficitaria y una postura monetaria menos restrictiva. **No obstante, la mayoría apuntó que la última decisión de la Reserva Federal propició cierta volatilidad. Al respecto, destacó la depreciación reciente del tipo de cambio, después de que este había llegado a cotizar cerca de 19.70 pesos por dólar.** Sin embargo, **uno** enfatizó que, en el margen, el peso mexicano ha comenzado a apreciarse nuevamente.

La mayoría señaló que las tasas de interés de corto plazo aumentaron y las de mayor plazo disminuyeron. Uno consideró que ello se debió a la expectativa de una postura monetaria menos acomodaticia en el futuro cercano. **Algunos** destacaron el desempeño favorable del mercado bursátil. **Uno** mencionó que las primas de seguro por incumplimiento mostraron una mejoría. **Otro** consideró que si bien los flujos de salida por parte de inversionistas extranjeros de instrumentos gubernamentales han sido absorbidos por intermediarios financieros e inversionistas locales, persiste un entorno de cautela que podría traducirse en una disminución del apetito por activos locales. **Uno** recordó que la inclusión de China en diversos índices de renta fija globales ha contribuido a que haya recibido dos tercios de los flujos de renta fija a economías emergentes en los últimos 18 meses. Comentó que si bien parte de este ajuste puede ser transitorio, destaca la baja participación de inversionistas extranjeros en las subastas primarias de valores gubernamentales en México. **Otro** comentó que la mayor volatilidad externa y, en el mediano plazo, menores estímulos monetarios a nivel global, podrían presionar al tipo de cambio y afectar los flujos de capital.

La mayoría señaló que el crédito bancario ha seguido contrayéndose. Algunos resaltaron las caídas en el crédito al consumo y a las PyMEs. **Uno** destacó que lo anterior ha ocurrido a pesar de la amplia liquidez de que dispone la banca. **Otro** añadió que ha tenido lugar en un entorno de condiciones de financiamiento estrechas y que la disminución del crédito también es resultado de una menor demanda por un comportamiento precautorio y por la menor capacidad de pago de las PyMEs ante la desaceleración económica. Enfatizó que

únicamente el crédito a la vivienda mantiene un crecimiento positivo. **Uno** apuntó que desde 2016 el crédito ha venido sufriendo una desaceleración y que desde el inicio de la pandemia se ha contraído en mayor proporción que durante la crisis financiera de 2008-2009. Notó que, a pesar de las medidas adoptadas por las autoridades, el crédito hasta ahora ha sido endeble y agregó que los márgenes de intermediación siguen en niveles superiores a los observados antes de la pandemia.

Algunos destacaron que estudios recientes muestran que, tanto en economías avanzadas como en emergentes, el crédito es de suma importancia para que la recuperación económica sea más rápida y robusta y que su ausencia afectará al consumo e inversión. **Uno** apuntó que ello tendría consecuencias negativas para la recuperación de las ventas, para sectores críticos como la construcción y que podría afectar la reactivación de las PyMEs. **Otro** opinó que, en un contexto de elevada incertidumbre, un estrechamiento de las condiciones financieras podría ser contraproducente. Al respecto, consideró fundamental propiciar las condiciones para seguir garantizando la eficiencia y estabilidad del sistema financiero, que aliente la adecuada canalización de los recursos entre los agentes económicos. **Uno** comentó que las fuentes de financiamiento internas siguieron expandiéndose a tasas elevadas ante la demanda de liquidez de hogares y empresas. Añadió que en abril y mayo se observó una reactivación en las colocaciones de deuda empresarial en los mercados local y externo. Respecto del riesgo de crédito, detalló que si bien los índices de morosidad se mantienen en niveles bajos los correspondientes a la vivienda y la cartera empresarial han aumentado. Consideró que es crucial que la banca de desarrollo retome su papel contracíclico como inductor del crédito al sector privado para impulsar la reactivación de las empresas, principalmente de las PyMEs, y que se aproveche el espacio que le permiten sus altos niveles de capitalización.

Política Monetaria

La mayoría de los miembros de la Junta de Gobierno destacó que si bien los choques que han afectado a la inflación son de naturaleza transitoria, por su diversidad, magnitud y horizonte en el que han venido incidiendo sobre la inflación, pueden implicar un riesgo para el proceso de formación de precios en la economía. Consideró necesario reforzar la postura monetaria, aumentando en 25 puntos base el objetivo para la Tasa de Interés Interbancaria a

un día a un nivel de 4.25%, con el propósito de lograr un ajuste ordenado de precios y la convergencia de la inflación a su meta. Algunos votaron por mantener dicho objetivo en 4.00%. La mayoría coincidió en que, hacia delante, la conducción de la política monetaria dependerá de la evolución de los factores que inciden en la inflación, en sus trayectorias previstas en el horizonte de pronóstico y en sus expectativas.

Un miembro argumentó que en las economías emergentes pequeñas y abiertas, como México, que complementan su ahorro interno con fuentes externas, es indispensable mantener una postura macroeconómica sólida, que propicie un ajuste ordenado en la economía y atraiga capital. Al respecto, consideró que la política monetaria debe contribuir a contener los aumentos en las primas de riesgo a lo largo de la curva de rendimientos, así como posibles ajustes en la cotización de la moneda nacional, además de mantener una inflación baja y estable alrededor de su meta. También destacó que los choques que recientemente han afectado a la inflación implican retos importantes para la conducción de la política monetaria. Enfatizó que debe procurarse que el ajuste de precios relativos sea ordenado y evitar posibles afectaciones en el proceso de formación de precios de la economía y en las expectativas de inflación. Agregó que el escenario central previsto en el Informe Trimestral para la inflación no incorporaba presiones adicionales, y que su materialización implicaría un escenario más adverso para la inflación. Destacó que en dicho informe la Junta de Gobierno señaló que determinaría su postura monetaria con el objetivo de garantizar un ajuste ordenado de precios y asegurar la convergencia de inflación a la meta de 3%. Al respecto, la información más reciente muestra claramente presiones adicionales considerables para la inflación general y subyacente y una revisión de sus pronósticos en los próximos ocho trimestres. Consideró que el reforzamiento de la postura de política monetaria contribuirá a que las inflaciones general y subyacente presenten una trayectoria decreciente hacia un nivel de 3%.

Otro miembro opinó que el panorama interno y externo para la inflación siguió deteriorándose significativamente. En particular, señaló que si bien las presiones inflacionarias se explican mayormente, aunque no exclusivamente, por choques de oferta, es claro que su carácter transitorio puede resultar más duradero de lo anticipado. Ante ello enfatizó que debe asegurarse que no se generen efectos de segundo orden y evitar el riesgo de una contaminación de las expectativas o de un deterioro

en la credibilidad del compromiso del Instituto Central con la convergencia de la inflación a su meta. Apuntó que una corrección significativa en los datos observados y en las previsiones de inflación no puede ignorarse y requiere de un ajuste oportuno de la postura monetaria. Argumentó que, si bien la mayoría de los analistas no anticipan un aumento en la tasa de referencia en esta decisión, el ajuste mínimo realizado es necesario y pertinente para dar una señal clara y fuerte del compromiso del Banco Central con su mandato prioritario. Agregó que debe reforzarse la estabilidad de precios para evitar consecuencias adversas sobre la población, en particular sobre los más vulnerables. Destacó la importancia de que el comunicado mencione el ajuste en las previsiones de inflación respecto de las trayectorias del último Informe Trimestral, el retraso de la convergencia a la meta y que el balance de riesgos para la inflación está sesgado al alza. Agregó que esta decisión no necesariamente implica el inicio de un ciclo de restricción monetaria sino un ajuste y que las siguientes decisiones se tomarán en la dirección que corresponda, conforme surja nueva información.

Un miembro destacó que las posturas monetarias absoluta y relativa sugieren que el espacio para bajar la tasa de referencia se ha agotado y que incluso debería reducirse el estímulo monetario. Consideró que señalar que el ciclo de bajas continuará para apoyar la actividad puede ser muy riesgoso. Recalcó que al implementar la política monetaria deben evaluarse los costos de las decisiones que se tomen. Ante la incertidumbre por choques no anticipados o por problemas de medición en los indicadores, el costo para la estabilidad de precios es menor al equivocarse manteniendo una posición conservadora que al equivocarse tomando una posición de mayor riesgo. Opinó que las mejores perspectivas económicas aminoran la necesidad de un mayor estímulo monetario. Agregó que la postura monetaria que se necesitaba en 2020, cuando la economía se contrajo 8.5% y la inflación terminó en 3.15%, es distinta a la que se necesita ahora con un crecimiento previsto de 6% y una inflación que podría cerrar el año muy cerca del doble de su meta. La premura que anteriormente había favorecido la reducción de la tasa de referencia pierde más fuerza ante el deterioro del balance de riesgos de la inflación. Señaló que se debe mantener la credibilidad de la política monetaria y el compromiso del Instituto Central con la estabilidad de precios, evitando que se piense que el mandato del Banco Central es de facto dual. Apuntó que las presiones inflacionarias recientes y estimadas a futuro, tanto internas como externas, en un escenario

internacional propenso a la volatilidad y condiciones monetarias globales menos acomodaticias, demandan una acción inmediata. Apuntó que esta decisión muestra que el Banco de México está preparado para tomar decisiones difíciles, consistentes con su mandato prioritario. Agregó que ello permitirá ubicarse en una mejor posición para garantizar que se materialice la trayectoria esperada para la inflación. Resaltó que ante la incertidumbre y un balance de riesgos para la inflación visiblemente al alza, en las siguientes decisiones se deberá mostrar firmeza para evitar un desanclaje de las expectativas y una mayor vulnerabilidad ante choques externos o internos.

Otro miembro mencionó que la postura monetaria se ha calibrado en un contexto inédito, asegurando la convergencia de la inflación a su meta en el horizonte en que opera la política monetaria. Comentó que, dado que la economía se encuentra en un ciclo no tradicional, no se enfrentan presiones estructurales de demanda que impliquen aumentos generalizados de precios. Señaló que es conveniente reflexionar sobre la capacidad de respuesta de la política monetaria ante los choques de oferta que se enfrentan, considerando que hay factores que están fuera del control de la autoridad monetaria y que en el corto plazo pueden incidir sobre la inflación. Argumentó que el Banco Central debe buscar mantener ancladas las expectativas de inflación de mediano y largo plazos para evitar efectos de segundo orden. Al respecto, mencionó que estimaciones realizadas sugieren que la conducción de la política monetaria hasta ese momento, había mantenido ancladas las expectativas de inflación de mediano y largo plazos. Opinó que se debe seguir monitoreando que así sea, y que la política monetaria se conduzca de forma que permita la convergencia ordenada de la inflación a su meta. Comentó que la mejor manera de cumplir con este objetivo es con el enfoque prudente, cauteloso, gradual y predecible que ha caracterizado a la política monetaria. Enfatizó que actuar de manera prudente y gradual no es sinónimo de ser tolerantes, y que el Banco Central cuenta con las herramientas y la experiencia para actuar oportunamente, e incluso de manera preventiva, en caso de ser necesario, para asegurar que la inflación converja hacia su meta en el horizonte en el que opera la política monetaria.

Un miembro argumentó que, de mantenerse la tasa de referencia sin cambio, la meta de inflación no estaría en riesgo porque los factores que explican su reciente incremento son de naturaleza, no sólo exógena sino transitoria. Argumentó que es muy

poco lo que en realidad puede hacer la política monetaria para contrarrestar las presiones en los precios que se originan de efectos base o de factores externos. Recordó que cuando las presiones provienen del lado de la demanda la política monetaria puede ser más eficaz, pero con una brecha del producto atípicamente alta y un mercado laboral apenas recuperándose, este tipo de presiones están limitadas, por lo que las actuales presiones en realidad provienen del exterior o del lado de la oferta. Sostuvo que, en contraste, comenzar a retirar el estímulo monetario de manera anticipada impondría un costo mayúsculo para la economía en un contexto en el que la recuperación es aún incipiente y frágil. Recalcó que dicho costo recaería en los márgenes de la economía que hoy en día se encuentran más dañados, afectando la recuperación del crédito y removiendo un soporte imprescindible para la reactivación de muchas pequeñas y medianas empresas y retrasando la recuperación aún incipiente de los componentes de la demanda agregada más afectados por la pandemia: el consumo privado y la inversión. Finalmente, recordó que el objetivo del Banco de México es preservar una inflación baja y estable, haciéndolo de manera eficiente, es decir, no a toda costa, sino al menor costo posible. En este sentido, consideró que, en la actual coyuntura, la labor del Banco de México es la de enfatizar e informar de manera amplia y clara sobre la naturaleza transitoria de los choques inflacionarios que se viven, lo que contribuiría a dar certidumbre a los mercados sobre el marco de instrumentación de la política monetaria, y reforzaría el anclaje de las expectativas de inflación, sin perjudicar las posibilidades de recuperación económica.

3. DECISIÓN DE POLÍTICA MONETARIA

Si bien se prevé que los choques que han incidido sobre la inflación son de carácter transitorio, por su diversidad, magnitud y el extendido horizonte en el que han venido afectando a la inflación, pueden implicar un riesgo para el proceso de formación de precios. En este contexto, se consideró necesario reforzar la postura monetaria a fin de evitar afectaciones en las expectativas de inflación, así como para lograr un ajuste ordenado de precios relativos y propiciar la convergencia de la inflación a la meta de 3%. Con la presencia de todos sus miembros, la Junta de Gobierno decidió por mayoría incrementar en 25 puntos base el objetivo para la Tasa de Interés Interbancaria a un día a un nivel de 4.25%. Dos miembros votaron por mantener dicho objetivo en 4.00%. Hacia delante, la conducción de la política monetaria dependerá de la evolución de

los factores que inciden en la inflación, en sus trayectorias previstas en el horizonte de pronóstico y en sus expectativas.

La Junta de Gobierno tomará las acciones necesarias con base en la información adicional, a fin de que la tasa de referencia sea congruente con la convergencia ordenada y sostenida de la inflación general a la meta de 3% en el plazo en el que opera la política monetaria. Es necesario salvaguardar el ámbito institucional, fortalecer los fundamentos macroeconómicos y adoptar las acciones necesarias en los ámbitos monetario y fiscal, para propiciar un mejor ajuste de los mercados financieros nacionales y de la economía en su conjunto.

4. VOTACIÓN

Alejandro Díaz de León Carrillo, Irene Espinosa Cantellano y Jonathan Ernest Heath Constable votaron a favor de aumentar el objetivo para la Tasa de Interés Interbancaria a un día en 25 puntos base a un nivel de 4.25%. Galia Borja Gómez y Gerardo Esquivel Hernández votaron a favor de mantener el objetivo para la Tasa de Interés Interbancaria a un día en 4.00%.

5. OPINIONES/VOTOS DISIDENTES

Voto. Galia Borja Gómez

La inflación ha mostrado presiones significativas en meses recientes. No obstante, en su mayoría parecen estar asociadas a problemas en la oferta y cambios en patrones de consumo, atribuibles a la pandemia —que sigue siendo el reto más importante— y considero que difícilmente se resolverán a través de la política monetaria; es razonable concluir que sean transitorias y disminuyan con el tiempo, siempre que las expectativas de inflación se mantengan bien ancladas. Hasta este momento no hay evidencia de que las expectativas de mediano y largo plazo se hayan visto afectadas ante los choques de la inflación observada y son congruentes con el horizonte en el que opera la política monetaria. En circunstancias económicas de alta incertidumbre, un endurecimiento no previsible de la postura monetaria podría interpretarse como un cambio en el ciclo y no como un refuerzo de la postura actual, derivando en un estrechamiento aún mayor de las condiciones financieras locales que podría ser contraproducente. En mi opinión, y dado el ciclo no tradicional que enfrentamos, la mejor manera de cumplir con nuestro objetivo constitucional es siendo consistentes con nuestra comunicación y enfoque de

política monetaria, el cual se ha caracterizado por ser prudente, cauteloso, gradual y predecible.

Voto. Gerardo Esquivel Hernández

Considero que la decisión de aumentar la tasa de interés fue precipitada. Si bien es cierto que la inflación se encuentra significativamente por encima del objetivo del Banco Central, también lo es que esto se debe fundamentalmente a efectos de base de comparación y a factores del lado de la oferta. Esto implica dos cosas: primero, que dichos efectos son de naturaleza transitoria y, segundo, que la política monetaria poco puede hacer frente a ellos. Una explicación similar había sido planteada apenas

tres semanas atrás en el Informe Trimestral. Por ello, considero que esta decisión sugiere un cambio abrupto en la narrativa, lo que envía la señal de un comportamiento errático y poco predecible por parte del Banco. El hecho de que ningún analista anticipara el aumento de la tasa apunta también en esa dirección. Por otro lado, se ha dicho que el aumento en la tasa podría contribuir a anclar las expectativas de inflación. Sin embargo, este cambio abrupto también podría tener un efecto indeseable y contraproducente sobre la inflación y sus expectativas al sugerir que los choques son de una naturaleza más permanente, lo que podría incidir negativamente en el proceso de formación de precios.

ANEXO

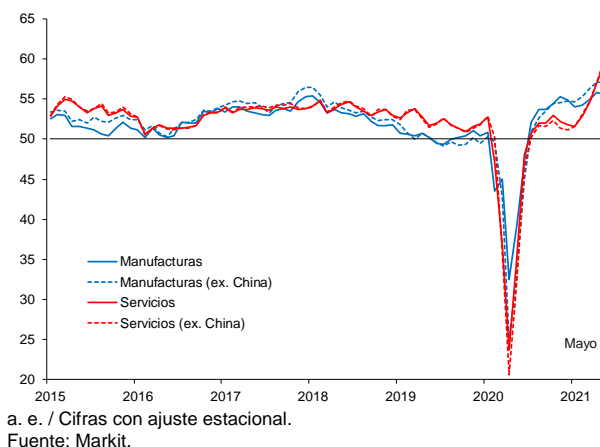
La información presentada en este Anexo fue elaborada para esta sesión por las Direcciones Generales de Investigación Económica y de Operaciones de Banca Central, ambas del Banco de México, y no necesariamente refleja las consideraciones de los miembros de la Junta de Gobierno respecto de su decisión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

A.1. Condiciones externas

A.1.1. Actividad económica mundial

Los indicadores disponibles sugieren un repunte en el ritmo de recuperación de la actividad económica mundial en el segundo trimestre de este año, aunque continúa registrándose heterogeneidad entre países, reflejando las diferencias en la disponibilidad de vacunas y en los estímulos al gasto. El comercio internacional y la producción industrial en la mayoría de las economías siguieron expandiéndose, a pesar de algunas afectaciones a las cadenas de suministro provocadas por la escasez de algunos insumos. A su vez, el ritmo de recuperación del sector de servicios se fortaleció ante la reapertura de actividades (Gráfica 1). La inflación global siguió aumentando como resultado de presiones en los precios de diversas materias primas, de efectos de base de comparación, y otras presiones de costos por cuellos de botella en la producción. En la mayoría de las economías avanzadas, las inflaciones general y subyacente han aumentado, ubicándose la primera por encima de su objetivo en algunos casos. Destaca que en Estados Unidos la inflación anual del IPC alcanzó 5% en mayo, la mayor desde septiembre de 2008. Los bancos centrales de las principales economías avanzadas mantuvieron sin cambio su estímulo monetario, si bien se estima que este podría mantenerse por menos tiempo. Así, después de un periodo de estabilidad los mercados financieros presentaron cierta volatilidad, luego de la última decisión de política monetaria de la Reserva Federal, reflejando la incertidumbre sobre la evolución futura de la política monetaria en Estados Unidos. Entre los principales riesgos para la actividad económica mundial y la estabilidad de los mercados financieros internacionales globales sobresalen los asociados a la pandemia y que una mayor inflación acelere el retiro del estímulo monetario.

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



En Estados Unidos, los indicadores disponibles apuntan a un crecimiento acelerado de la actividad económica, luego de que el PIB se expandiera a una tasa trimestral ajustada por estacionalidad de 1.6% en el primer trimestre de 2021 (Gráfica 2).¹ En particular, se prevé que en el segundo trimestre el consumo y la inversión sigan contribuyendo a la expansión. La continua fortaleza del consumo privado ha estado asociada a los avances en el proceso de vacunación, al relajamiento de diversas medidas de distanciamiento social y a los significativos programas de estímulo implementados en ese país. Por su parte, las cifras disponibles sobre comercio internacional sugieren que las exportaciones netas tendrían un menor impacto negativo en el crecimiento, derivado de la reciente recuperación de las exportaciones.

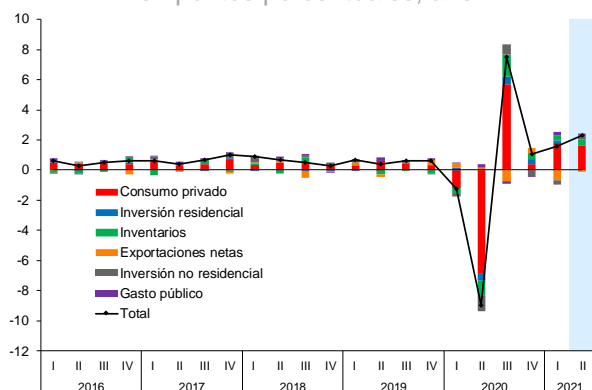
La producción industrial de Estados Unidos siguió expandiéndose, mostrando una ligera aceleración al pasar de un crecimiento en abril de 0.1% a tasa mensual ajustada por estacionalidad a uno de 0.8% en mayo. Dicha recuperación reflejó expansiones en sus principales componentes. En particular, luego de contraerse 0.1% en abril, la actividad manufacturera avanzó 0.9% a tasa mensual en mayo, reflejando en gran medida un repunte de la producción automotriz, si bien esta continúa enfrentando la escasez de insumos, particularmente de semiconductores. Mientras que los índices de gerentes de compras del sector manufacturero sugieren que la recuperación del sector podría continuar en los meses siguientes,

¹ Expresado como tasa trimestral anualizada, el crecimiento del PIB de Estados Unidos en el primer trimestre de 2021 fue de 6.4%.

otros indicadores, como el índice de manufacturas de Nueva York, apuntan a que la escasez de mano de obra y de insumos podría afectar su ritmo de crecimiento.

Gráfica 2 EUA: PIB Real y Componentes

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



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

a. e. / Cifras con ajuste estacional.

Fuente: BEA y Blue Chip.

El mercado laboral en Estados Unidos siguió recuperándose durante mayo. La nómina no agrícola registró un alza de 559 mil plazas en mayo, destacando los avances en los sectores relacionados con hospitalidad, recreación, educación, salud y asistencia social. No obstante, el nivel de empleo se ubicó aún 7.6 millones por debajo del registrado antes de la pandemia. En este contexto, aunque la tasa de desempleo disminuyó de 6.1% en abril a 5.8% en mayo, las solicitudes iniciales de seguro de desempleo repuntaron a 412 mil nuevas solicitudes en la semana que concluyó el 12 de junio, después de ubicarse en 375 mil solicitudes en la semana previa. Cabe destacar que recientemente diversas encuestas a empresas sobre el mercado laboral han reflejado dificultades para cubrir algunas vacantes.

En la zona del euro, luego de que el PIB se contrajera 0.3% a tasa trimestral ajustada por estacionalidad en el primer trimestre de 2021,² los indicadores de confianza de los consumidores y de las empresas sugieren una recuperación de la actividad económica en el segundo trimestre, ante la gradual reapertura de los servicios y la expectativa

de una aceleración en el proceso de vacunación. Por el lado de la producción, la actividad manufacturera ha seguido recuperándose, si bien la producción automotriz continúa resintiendo los efectos de la escasez de semiconductores. Los índices de gerentes de compras, tanto del sector manufacturero como de los servicios, apuntan también a una recuperación de la economía durante el segundo trimestre del año. En cuanto al mercado laboral, la tasa de desempleo disminuyó de 8.1% en marzo a 8.0% en abril.

En el Reino Unido, los indicadores disponibles sugieren una recuperación de la actividad económica durante el segundo trimestre del año, luego de que el PIB se contrajera 1.5% a tasa trimestral ajustada por estacionalidad en el primero.³ Dicha recuperación se asocia al repunte del consumo, ante la reapertura de tiendas de actividades consideradas como no esenciales y de servicios de hospitalidad, así como por la mejoría en la confianza de los hogares, a su vez derivada del significativo avance en el proceso de vacunación y del descenso en el número de contagios de COVID-19 durante el trimestre. Por su parte, la producción industrial mostró un descenso en abril, reflejando principalmente una disminución en la producción minera y manufacturera, sobresaliendo las caídas en la producción farmacéutica y automotriz. En este entorno, la tasa de desempleo disminuyó de 4.9% en febrero a 4.7% en abril.

En Japón, los indicadores disponibles sugieren que la actividad económica se recuperó durante el segundo trimestre del año, luego de que en el primero se contrajera 1.0% a tasa trimestral ajustada por estacionalidad.⁴ El consumo en bienes duraderos continuó expandiéndose en abril, mientras que el gasto destinado a bienes no duraderos y a servicios volvió a registrar un deterioro ante el anuncio del tercer estado de emergencia por la pandemia. La actividad industrial siguió expandiéndose, apoyada por la demanda por maquinaria y equipo, con lo que recuperó el nivel registrado al cierre de 2019, a pesar de la caída en la producción de automóviles derivada de la escasez de suministros. Respecto del mercado laboral, la tasa de desempleo aumentó de 2.6% en marzo a 2.8% en abril.

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

³ Expresado como tasa trimestral anualizada y ajustada por estacionalidad, la variación del PIB en el Reino Unido en el primer trimestre de 2021 fue de -5.9%.

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

En las economías emergentes, los indicadores apuntan a un comportamiento diferenciado durante el segundo trimestre como reflejo del repunte de los contagios en algunas regiones y del retiro de los estímulos en China. Entre los países de Asia Emergente, la información oportuna sugiere que la actividad económica en China continuó expandiéndose, si bien a un ritmo más moderado, mientras que en la India la actividad se vio severamente afectada por la crisis sanitaria. En Europa Emergente, los indicadores disponibles sugieren una recuperación de la actividad económica, en tanto que en América Latina se prevé una contracción de varias economías, destacando los casos de Argentina, Brasil y Colombia, ante un avance más lento en la contención de la pandemia de COVID-19 y, en el caso de Colombia, por los conflictos sociales recientes.

Los precios internacionales de las materias primas registraron un comportamiento mixto desde la última decisión de política monetaria en México. Por una parte, los precios del petróleo continuaron siendo impulsados por el optimismo sobre la recuperación de la demanda de combustibles ante el restablecimiento de actividades en varias economías y por la decisión de la Organización de Países Exportadores de Petróleo (OPEP) y otros productores de mantener hasta julio su plan actual de un incremento gradual en la producción. Por otra parte, los precios de los metales industriales, tras alcanzar niveles relativamente altos a principios de mayo ante la recuperación de la actividad industrial global y las disrupciones en las cadenas de suministros globales, mostraron movimientos acotados. Finalmente, los precios de los granos disminuyeron durante el periodo como resultado de condiciones climáticas más favorables, especialmente en el oeste de Estados Unidos.

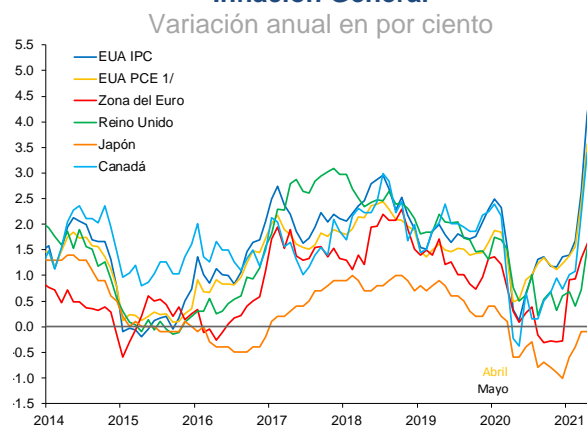
A.1.2. Política monetaria y mercados financieros internacionales

La inflación a nivel mundial siguió aumentando, reflejando presiones al alza derivadas de aumentos en los precios de diversas materias primas, especialmente de los energéticos, de efectos aritméticos asociados a una baja base de comparación, y otras presiones de costos por cuellos de botella en la producción. Así, la inflación general de algunas economías avanzadas, tales como Estados Unidos, Canadá, la zona del euro y el Reino Unido, se ubicó alrededor o por encima de los objetivos de sus bancos centrales (Gráfica 3). Destaca que en Estados Unidos la inflación anual del Índice de Precios al Consumidor alcanzó 5% en

mayo, la mayor desde septiembre de 2008. A su vez, la inflación subyacente en la mayoría de estas economías, ha registrado alzas recientes, si bien permanece en niveles bajos. Las expectativas de inflación de cinco años en cinco años en la mayoría de las principales economías avanzadas derivadas de instrumentos financieros, después de aumentar ligeramente en la primera mitad de mayo, han mostrado una relativa estabilidad, si bien en algunos casos recientemente se registraron ligeros incrementos adicionales. No obstante, en la mayoría de este grupo de economías estas se mantienen en niveles superiores a los registrados al inicio del año.

En las principales economías emergentes, se continuó registrando un aumento en la inflación, en gran medida por mayores precios de las materias primas y efectos de una baja base de comparación, con lo cual la inflación general se ubicó por encima de su objetivo puntual o del punto medio del rango objetivo de sus bancos centrales. Además, la inflación subyacente en la mayoría de estas economías registró aumentos recientes, en el contexto económico antes mencionado.

Gráfica 3
Economías Avanzadas Seleccionadas:
Inflación General

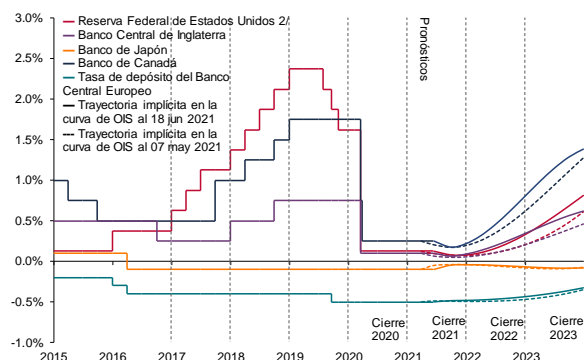


1/ Se emplea el deflactor del gasto en consumo personal.
Fuente: Bureau of Labor Statistics, Bureau of Economic Analysis, Eurostat, Bank of Japan, Statistics Canada, Office of National Statistics.

Los bancos centrales de las principales economías avanzadas mantuvieron sus tasas de interés de referencia sin cambio, en niveles alrededor de cero. Asimismo, siguieron utilizando su balance para preservar condiciones de financiamiento favorables y procurar la convergencia de la inflación a sus respectivos objetivos de largo plazo. Dichas instituciones reiteraron que mantendrán posturas monetarias acomodaticias hasta que la inflación alcance de manera sostenida sus metas. No obstante, cabe señalar que los pronósticos recientes

de algunos de estos bancos anticipan alzas en las tasas de interés de referencia antes de lo previamente anticipado. Por su parte, las expectativas extraídas de instrumentos financieros incorporan para algunos casos alzas en las tasas de interés al cierre de 2022 y 2023 (Gráfica 4).

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



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

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

Fuente: Banco de México con datos de Bloomberg.

Entre las decisiones de política monetaria recientes destacan:

i) En su reunión de junio, la Reserva Federal mantuvo sin cambio su rango objetivo de entre 0.0 y 0.25% para la tasa de interés de fondos federales y señaló que será apropiado mantener ese rango hasta que las condiciones del mercado laboral hayan alcanzado niveles consistentes con su estimación de máximo empleo y que la inflación haya aumentado a 2% y esté encaminada a exceder moderadamente ese nivel durante algún tiempo. Igualmente, indicó que mantendrá el ritmo actual de su programa de compras de activos hasta que se haya logrado un progreso sustancial hacia sus objetivos de máximo empleo y de estabilidad de precios. Al respecto, el presidente de dicha Institución señaló que aún se está lejos de alcanzar un avance sustancial respecto a sus objetivos, lo cual se ha señalado como una condición necesaria para anunciar algún ajuste en dicho programa. Agregó que cualquier decisión de ajustar dicho programa será anunciada con anticipación y que su intención es que el proceso sea ordenado, metódico y transparente. Además,

sugirió que el Comité Federal de Mercado Abierto (FOMC) sigue esperando que el incremento en la inflación sea transitorio, si bien existe incertidumbre sobre el momento en el que las presiones inflacionarias temporales comenzarán a moderarse. Apuntó que existe el riesgo de que la inflación sea mayor y más persistente de lo esperado y que, en caso de que la trayectoria de la inflación o las expectativas de inflación de largo plazo se desvíen material y persistentemente de los niveles consistentes con su objetivo, la Institución estará preparada para ajustar su postura de política monetaria. En este contexto, las medianas de los pronósticos del Comité publicadas en junio muestran los siguientes cambios: una revisión al alza en las expectativas de crecimiento para 2021 y en menor medida para 2023, así como una disminución marginal en la tasa de desempleo esperada para 2022. Por su parte, si bien las expectativas de inflación se revisaron significativamente al alza para este año, de 2.4 a 3.4%, se prevé que la inflación general se ubique en un nivel de 2.1% en 2022 y uno de 2.2% en 2023, lo que sugiere que se anticipa que el aumento en la inflación sea transitorio. Respecto de la tasa de referencia, la mediana de los pronósticos sugiere que esta aumentará en 50 puntos base durante 2023, cuando antes no se esperaban incrementos durante ese año. En respuesta, la trayectoria implícita en instrumentos financieros para la tasa de fondos federales se desplazó al alza, particularmente para 2022 y 2023, incorporando la expectativa de alrededor de tres alzas al cierre de 2023. En esa misma reunión, la Reserva Federal extendió sus líneas temporales de liquidez en dólares estadounidenses con nueve bancos centrales hasta diciembre de 2021 y aumentó la tasa de interés aplicada a los saldos de reservas de los bancos y aquella utilizada en sus operaciones de recompra.

ii) En su reunión de junio, el Banco Central Europeo mantuvo sin cambio sus tasas de refinanciamiento, de depósitos y de préstamos, en 0.0, -0.5 y -0.25%, respectivamente. Reiteró que espera que dichas tasas se mantengan en sus niveles actuales o por debajo de ellos 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 esta convergencia se refleje en la dinámica de la inflación subyacente. Asimismo, mantuvo sin cambio el monto de sus programas de compras de activos y reiteró que espera que las compras netas bajo el Programa de Emergencia

(PEPP) durante el próximo trimestre continúen realizándose a un ritmo significativamente mayor al de los primeros meses del año. Al respecto, la presidente de dicha Institución indicó que cualquier discusión sobre el término de dicho programa sería prematura.

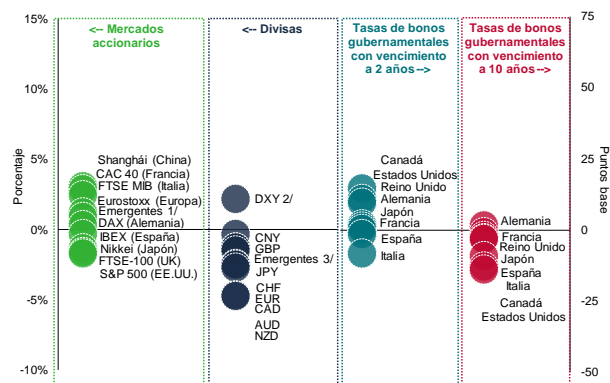
- iii) En su reunión de junio, el Banco de Japón mantuvo sin cambio la tasa de referencia en -0.1% y el objetivo de la tasa de 10 años en alrededor de 0.0%. Además, anunció la extensión hasta marzo de 2022 de sus compras de papel comercial y de bonos corporativos, así como de su programa especial de apoyo al financiamiento en respuesta al COVID-19. Reiteró que seguirá apoyando el financiamiento de empresas y la estabilidad en los mercados financieros a través de dicho programa especial, así como de una amplia provisión de liquidez, tanto en moneda doméstica como extranjera, y de compras de fondos cotizados en bolsa e inmobiliarios. Dicha Institución ratificó que, de ser necesario, no dudará en tomar medidas de relajamiento adicionales y que espera que las tasas de interés se mantengan en sus niveles actuales o inferiores. Adicionalmente, este Banco consideró apropiado introducir una nueva medida de provisión de fondos a las instituciones financieras para inversiones o préstamos que otorguen para abordar las problemáticas asociadas al cambio climático. Indicó que dicha medida probablemente se lanzará durante 2021 y que el esquema preliminar se dará a conocer en su reunión de julio.

La mayoría de los bancos centrales de las principales economías emergentes mantuvieron sin cambio su tasa de interés de referencia desde la última decisión de política monetaria en México. No obstante, algunos señalaron la necesidad de evaluar la conveniencia de recalibrar qué tan expansiva debería ser su política monetaria, en tanto que otros apretaron su postura. En particular, en junio los bancos centrales de Brasil, Rusia, Hungría y República Checa aumentaron sus tasas de interés en 75, 50, 30 y 25 puntos base, respectivamente. Además, los bancos centrales de este grupo de economías continuaron implementando medidas para proveer liquidez y fomentar el buen funcionamiento de los mercados financieros.

En el entorno general descrito, desde la última decisión de política monetaria en México los mercados financieros internacionales mostraron un comportamiento estable durante la mayor parte del periodo, en un contexto en el que los bancos centrales de las principales economías avanzadas mantuvieron una política monetaria acomodaticia y en el que señalaron que el aumento reciente en la inflación se debe en parte a factores transitorios, a la vez que las medidas de confinamiento disminuyeron en varios países. No obstante, recientemente se registró una mayor volatilidad y un apretamiento en las condiciones financieras, ante la expectativa de un retiro del estímulo monetario de la Reserva Federal antes de lo previsto. En este contexto, los mercados accionarios registraron cambios mixtos, después de que algunos índices accionarios alcanzaron niveles máximos históricos (Gráfica 5). Por su parte, el dólar se fortaleció frente a la mayoría de las divisas de economías avanzadas y emergentes. Las tasas de interés de bonos gubernamentales de largo plazo de las principales economías avanzadas mostraron disminuciones durante la mayor parte del periodo, a la vez que las de corto plazo aumentaron en su mayoría, aplanándose así las curvas de rendimiento. A su vez, las tasas de interés de las economías emergentes exhibieron movimientos mixtos (Gráfica 6). En este contexto, desde la última decisión de política monetaria en México los flujos de capital a economías emergentes dedicados a activos de renta fija registraron entradas netas moderadas, principalmente a la región asiática, particularmente, China, si bien se registraron episodios de salidas de capital de activos de renta variable en algunas economías.

Gráfica 5 Variación de Indicadores Financieros Seleccionados del 7 de mayo al 18 de junio de 2021

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 seleccionados a partir del 10 de mayo de 2021 al 18 de junio de 2021

Porcentaje, puntos base

Región	País	Divisas	Bolsas	Tasas de interés 2A	Tasas de interés 10A	CDS
América Latina	México	-3.22%	0.91%	26	6	6
	Brasil	3.40%	5.33%	54	22	-5
	Chile	-7.72%	-6.53%	52	92	16
	Colombia	-0.13%	-4.15%	18	0	10
	Perú	-6.10%	-11.36%	-28	66	9
Europa emergente	Rusia	1.50%	2.98%	92	8	-2
	Polonia	-1.41%	4.57%	23	4	2
	Turquía	-6.12%	-5.06%	33	-7	2
	Rep. Checa	-2.01%	4.77%	14	-14	1
	Hungría	-0.97%	8.39%	50	10	2
Asia	China	-0.82%	2.95%	13	-3	1
	Malasia	-1.01%	-0.74%	-11	18	1
	India	-1.03%	6.21%	39	2	-8
	Filipinas	-1.72%	8.07%	-10	-30	0
	Tailandia	-1.68%	0.82%	1	7	-1
	Indonesia	-1.62%	0.34%	-26	20	0
África	Sudáfrica	-1.70%	-4.26%	62	42	-9

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

Dadas las características de la crisis sanitaria y económica, combinadas con los ajustes en el marco de política monetaria de algunos de los principales bancos centrales de las economías avanzadas, persiste una elevada incertidumbre respecto de la evolución de los mercados financieros internacionales y el riesgo de nuevos episodios de volatilidad durante la fase de recuperación de la pandemia. En este sentido, se mantienen diversos riesgos para la estabilidad de los mercados financieros internacionales. Entre ellos se encuentra la posibilidad de que la recuperación económica de algunas economías avanzadas, apoyada en gran medida por cuantiosos estímulos fiscales, o las mayores interrupciones en las cadenas de suministro propicien una mayor inflación que acelere el retiro del estímulo monetario y que ello restrinja las condiciones financieras globales y genere presiones para los mercados emergentes. Asimismo, persisten preocupaciones asociadas a las posibles distorsiones en la valuación de algunos activos financieros, lo cual podría derivar en una corrección repentina en los precios de estos. Adicionalmente, podrían acentuarse las vulnerabilidades asociadas a los altos niveles de endeudamiento público y privado acumulados en los últimos años.

Además de los riesgos para las condiciones financieras globales, las economías emergentes enfrentan una mayor absorción de recursos financieros por parte de los sectores públicos de aquellas economías avanzadas con cuantiosos estímulos fiscales y por la creciente participación de China entre los activos de renta fija de economías emergentes a partir de su inclusión en los principales índices globales de inversión.

A.2. Evolución de la economía mexicana

A.2.1. Mercados en México

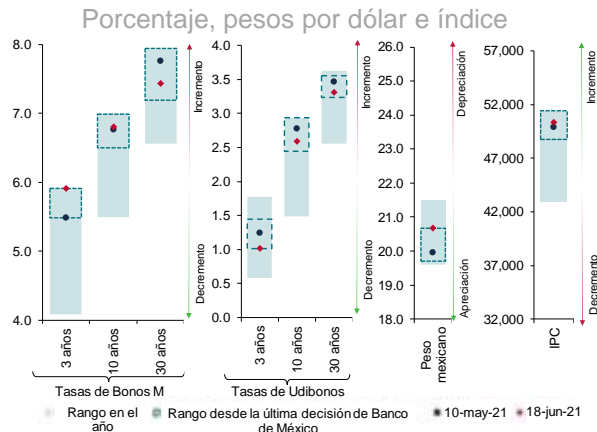
Desde la última decisión de política monetaria en México a la fecha, los precios de los activos financieros en el país mostraron un comportamiento mixto con un sesgo negativo (Gráfica 7), en un entorno caracterizado por una mayor sensibilidad hacia las condiciones financieras en Estados Unidos. En este sentido, continuó aumentando la expectativa de una política monetaria menos acomodaticia por parte de economías desarrolladas a raíz de un repunte en su inflación y sus expectativas inflacionarias.

En el caso de la moneda nacional, esta operó en un rango entre 19.70 y 20.66 pesos por dólar, terminando el periodo con una depreciación de

3.22% (Gráfica 8). Ello, en un contexto en el que las condiciones de operación, tanto realizadas como prospectivas, mostraron una ligera mejoría.

Por otro lado, el 16 de junio el Banco de México anunció en conjunto con la Reserva Federal de Estados Unidos la extensión de la vigencia de la línea *swap* hasta el 31 de diciembre de 2021 por un monto de 60 mil millones de dólares.

Gráfica 7
Desempeño y Condiciones de Operación de Mercados Mexicanos



Fuente: Elaboración de Banco de México.

Gráfica 8
Tipo de Cambio del Peso Mexicano con Promedios Móviles

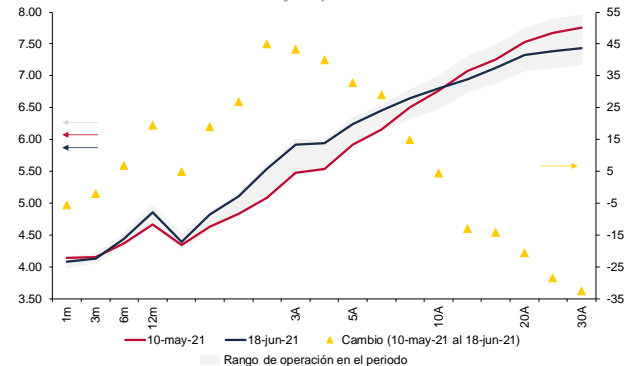


Fuente: Elaboración de Banco de México.

Las tasas de interés de los valores gubernamentales presentaron movimientos mixtos (Gráfica 9), observándose una dinámica de aplanamiento con incrementos de hasta 35 puntos base en la parte corta de la curva de rendimientos y disminuciones de hasta 37 puntos base en los instrumentos de mayor duración. Por su parte, la curva de rendimientos de instrumentos a tasa real mostró una dinámica

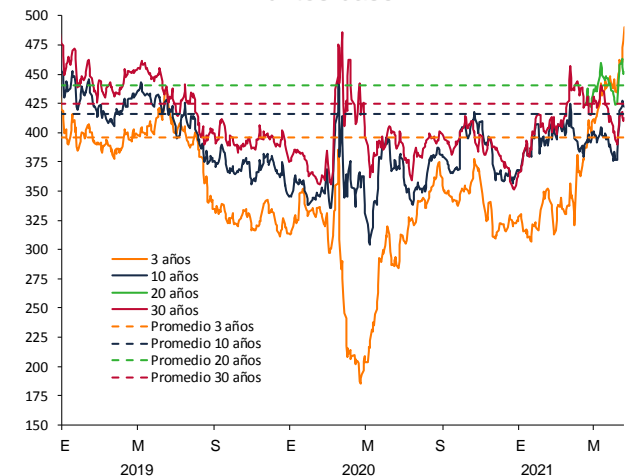
positiva, registrando disminuciones de entre 28 y hasta 68 puntos base en el segmento de corto plazo. En este contexto, las primas de compensación por inflación y riesgo inflacionario implícitas en los diferenciales entre las tasas nominales y reales de instrumentos de mercado mostraron movimientos mixtos respecto a la decisión de política monetaria de marzo (Gráfica 10). Estos movimientos ocurrieron en un entorno en el que las condiciones de operación mostraron una mejoría durante el periodo que comprende las decisiones de política monetaria en México.

Gráfica 9
Curva de Rendimiento de Valores Gubernamentales a Tasa Nominal



Fuente: PIP.

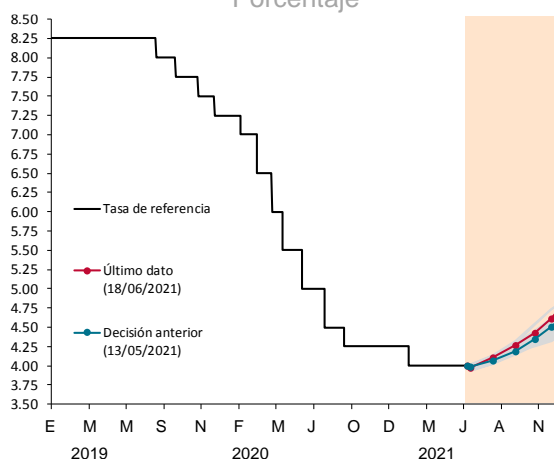
Gráfica 10
Compensación por Inflación y Riesgo Inflacionario Implícita en las Curvas de Tasas de Valores Gubernamentales



Fuente: PIP.

En lo que concierne a las expectativas de la trayectoria de la tasa de referencia de política monetaria, la información implícita en la curva de swaps de TIIE asigna un 88% de probabilidad a que la tasa de referencia se mantenga sin cambio en la decisión de junio (Gráfica 11). De manera relacionada, la mediana de las expectativas del consenso de los analistas encuestados por Citibanamex anticipa que la tasa de interés de referencia se ubique en 4.00% en la próxima decisión de política monetaria. Respecto del cierre de 2021, las variables de mercado anticipan un nivel para la tasa objetivo de 4.61%, mientras que la mediana de la mencionada encuesta a economistas se encuentra en un nivel de 4.00%.

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



Fuente: Elaboración de Banco de México con datos Bloomberg.

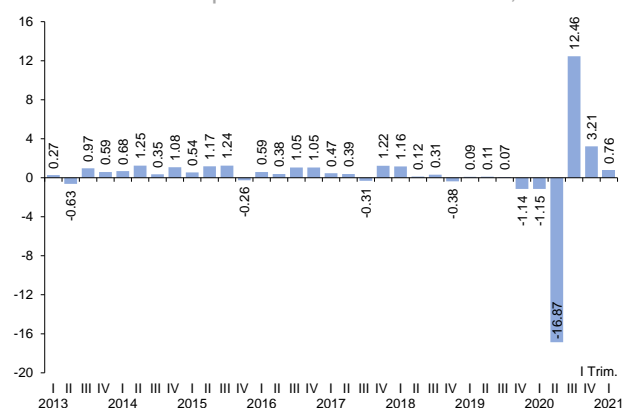
A.2.2. Actividad económica en México

En el primer trimestre de 2021, la actividad económica exhibió una desaceleración en su ritmo de recuperación (Gráfica 12), aunque en marzo registró un importante repunte, impulsado principalmente por la evolución de las actividades terciarias, ante el relajamiento de las restricciones para contener la pandemia. Para abril, los indicadores disponibles sugieren cierta moderación. En el resto del año se prevé que retomé su trayectoria de recuperación.

Con relación a la demanda externa, en abril las exportaciones automotrices se recuperaron parcialmente de las reducciones exhibidas en

febrero y marzo, mientras que el resto de las exportaciones manufactureras permanecieron en niveles elevados (Gráfica 13). Por destino de las exportaciones, en abril las dirigidas a Estados Unidos presentaron atonía, en tanto que los envíos al resto del mundo repuntaron, revirtiendo la caída observada en marzo.⁵

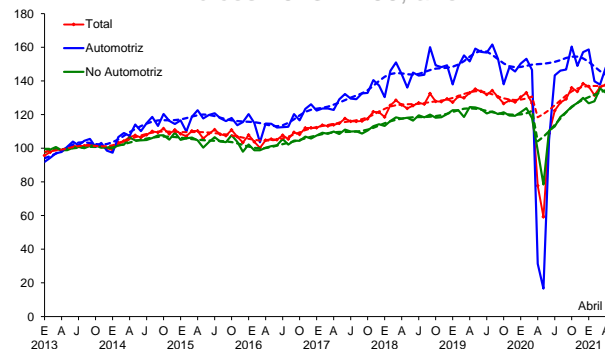
Gráfica 12
Producto Interno Bruto
Variaciones porcentuales trimestrales, a. e.



a. e. / Cifras con ajuste estacional.

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

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 marzo el consumo privado se reactivó, después de la desaceleración observada en los meses anteriores, si bien siguió ubicándose por debajo del nivel reportado en febrero de 2020. A su interior, el consumo de bienes, tanto importados como de

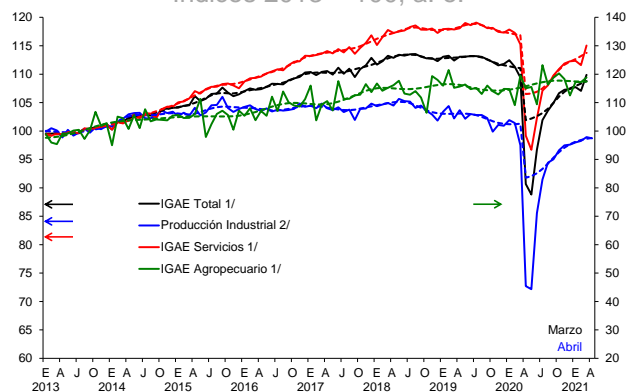
⁵ Se refiere al valor de las exportaciones de mercancías en dólares corrientes. Dicho valor difiere del reportado para las exportaciones de bienes en el Sistema de Cuentas Nacional de México, toda vez que este último representa el valor agregado, medido en pesos constantes.

origen nacional, revirtió la caída exhibida el mes previo, en tanto que el consumo de servicios exhibió un repunte, aunque aún se encuentra en niveles bajos. Por su parte, en marzo la inversión fija bruta continuó exhibiendo una recuperación gradual, aunque permaneció por debajo de su nivel previo a la emergencia de salud. A su interior, el componente de maquinaria y equipo mantuvo su ritmo de recuperación, en tanto que la construcción registró una desaceleración.

Por el lado de la producción, en marzo las actividades terciarias registraron un repunte significativo que fue generalizado entre sus sectores (Gráfica 14). Entre los servicios que presentaron un mejor desempeño en ese mes destacan los servicios de alojamiento temporal y de preparación de alimentos y bebidas; los servicios de transporte e información en medios masivos; el comercio al por mayor; los servicios de esparcimiento y otros servicios; y los servicios financieros e inmobiliarios. Por su parte, en abril la actividad industrial se contrajo como resultado de una pérdida de dinamismo en la construcción y de las afectaciones a las manufacturas causadas por la escasez de algunos insumos, especialmente la de semiconductores en la industria automotriz. A su vez, aunque la minería creció en el margen, se mantuvo en niveles bajos (Gráfica 15).

Gráfica 14
Indicador Global de la Actividad Económica

Índices 2013 = 100, a. e.



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

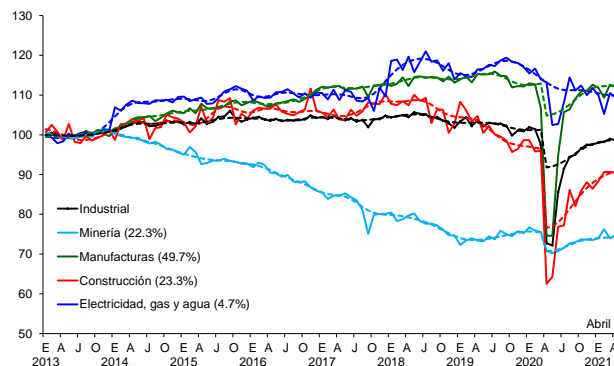
1/ Cifras a marzo de 2021.

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

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

Gráfica 15
Actividad Industrial 1/

Índices 2013 = 100, a. e.



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

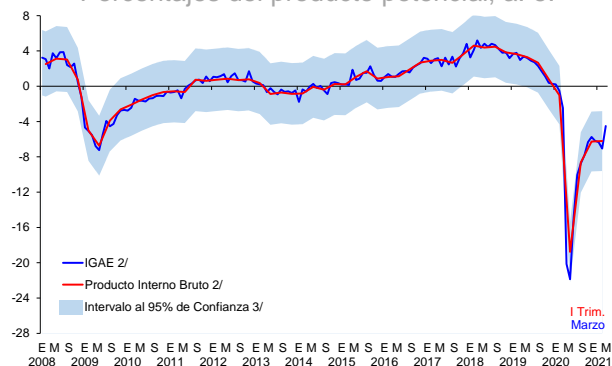
1/ Las cifras entre paréntesis corresponden a su participación en el total en 2013.

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

En cuanto a la posición cíclica de la economía, las condiciones de holgura para la economía en su conjunto se mantuvieron con una amplitud considerable en el primer trimestre de 2021 (Gráfica 16), con marcadas diferencias entre sectores. En abril, si bien persistieron afectaciones al mercado laboral, diversos indicadores de ese mercado siguieron exhibiendo una gradual mejoría. En particular, aunque se presentó un incremento en las tasas de desocupación nacional y urbana (Gráfica 17), ello se registró en un contexto de mayor participación laboral y de mayor ocupación. A su vez, en mayo la creación de puestos de trabajo afiliados al IMSS continuó recuperándose, aunque permaneció alrededor de 500 mil plazas por debajo del nivel reportado previo a la emergencia sanitaria, con cifras sin ajuste estacional. Finalmente, a pesar de disminuir en marzo y abril, el costo unitario de la mano de obra en el sector manufacturero se mantuvo por arriba del nivel reportado previo 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.

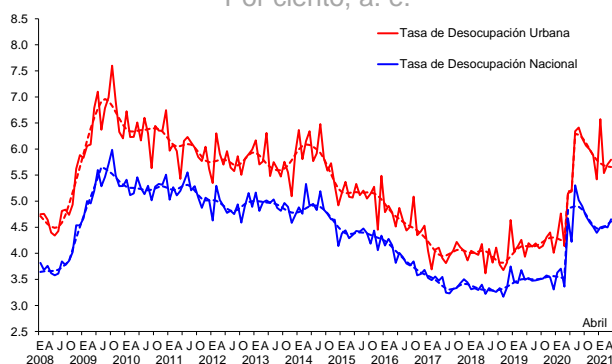
2/ Cifras del PIB al primer trimestre de 2021 y del IGAE a marzo de 2021.

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

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

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

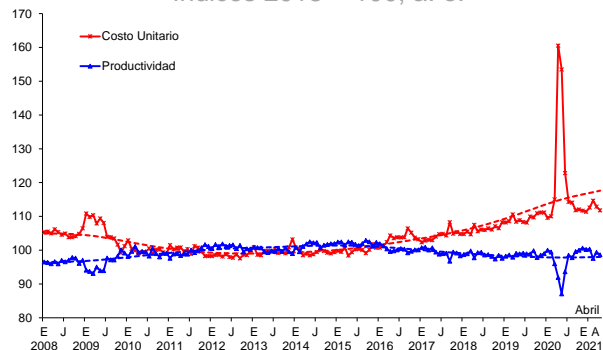
Gráfica 17
Tasa de Desocupación Nacional y Tasa de Desocupación Urbana
Por ciento, a. e.



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

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

Gráfica 18
Productividad y Costo Unitario de la Mano de Obra en el Sector Manufacturero ^{1/}
Índices 2013 = 100, a. e.



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

1/ Productividad con base en las horas trabajadas.

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

En abril de 2021, el financiamiento interno a las empresas continuó contrayéndose en términos reales a tasa anual. Lo anterior ha sido resultado, en parte, de una reducción del crédito bancario tanto a las empresas de menor tamaño –segmento que ha mostrado una disminución desde el primer trimestre de 2019–, como a las empresas grandes –segmento que sigue presentado una menor demanda de crédito bancario respecto a lo observado al inicio de la pandemia–. Por su parte, las condiciones de otorgamiento para las empresas en general continuaron siendo estrechas respecto al inicio de la pandemia. En el bimestre abril-mayo se observó una recuperación en la emisión de deuda corporativa de las empresas, luego de la atonía registrada en este mercado en el primer trimestre del año. En cuanto al crédito a los hogares, la cartera de vivienda siguió exhibiendo variaciones reales anuales positivas, en congruencia con su elevada demanda, si bien su crecimiento se moderó en los primeros cuatro meses de 2021. A su vez, la cartera de crédito bancario vigente al consumo continuó reduciéndose a tasa real anual en todos sus segmentos, en un contexto en el que las condiciones de otorgamiento de crédito a los hogares siguieron siendo estrechas.

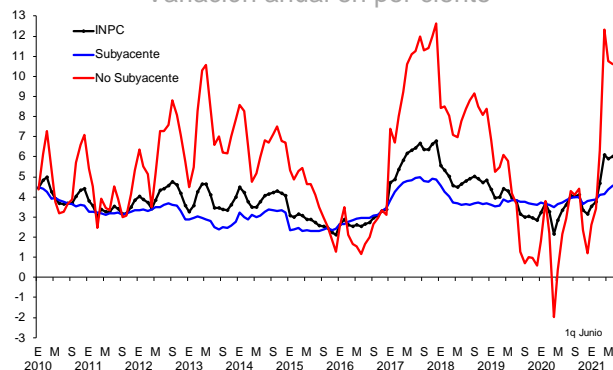
Las tasas de interés del crédito bancario a las empresas han seguido, en general, la dinámica de la tasa de fondeo bancario. Por su parte, los márgenes de intermediación continuaron en niveles superiores a los observados antes de la pandemia. A su vez, las tasas de interés del crédito a la vivienda se

mantuvieron en niveles alrededor de sus mínimos históricos. En tanto, en febrero las tasas de interés de tarjetas de crédito continuaron con la tendencia a la baja que han mostrado desde octubre del año pasado. No obstante, los márgenes de intermediación han aumentado, ya que la tasa de referencia ha registrado reducciones de mayor magnitud. Respecto a la calidad de la cartera, en abril el índice de morosidad del crédito a las empresas se mantuvo relativamente estable y en niveles bajos. El correspondiente al crédito hipotecario no registró cambios significativos después de la moderada tendencia al alza observada desde noviembre de 2020, manteniéndose igualmente en niveles bajos. Por último, los índices de morosidad de la cartera de consumo, si bien se redujeron en el margen, permanecen en niveles elevados.

A.2.3. Comportamiento y perspectivas de la inflación

Entre abril y la primera quincena de junio de 2021, la inflación general anual pasó de 6.08 a 6.02% (Gráfica 19 y Cuadro 1). Si bien la inflación no subyacente contribuyó con 40 puntos base a la baja, este efecto fue compensado en su mayor parte por la incidencia al alza en la inflación subyacente de 34 puntos base. La reducción observada en la inflación no subyacente se debió, principalmente, a que continuó revirtiéndose el efecto aritmético derivado de las notables disminuciones de los precios de las gasolinas en abril de 2020. Por su parte, las afectaciones a las cadenas de suministro y a los procesos productivos de diversos bienes y servicios derivados de la pandemia han ocasionado choques adicionales en la inflación subyacente.

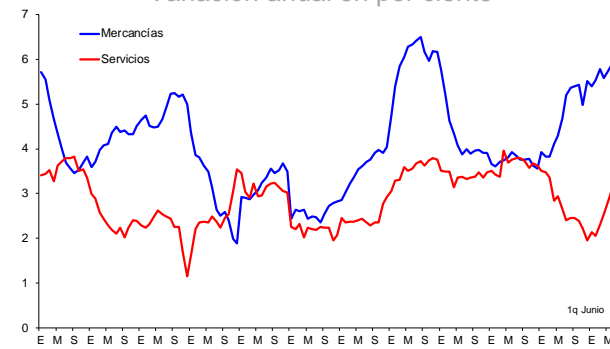
Gráfica 19
Índice Nacional de Precios al Consumidor
Variación anual en por ciento



Fuente: Banco de México e INEGI.

La inflación subyacente anual aumentó de 4.13 a 4.58% entre abril y la primera quincena de junio, observándose incrementos en la inflación tanto de las mercancías como de los servicios. En el caso de las mercancías, su inflación anual aumentó de 5.59 a 5.90% en el lapso señalado (Gráfica 20). A su interior, la inflación anual de las mercancías alimenticias se incrementó de 5.88 a 5.94% y la de las no alimenticias de 5.28 a 5.87% (Gráfica 21). Respecto de estas últimas, destacó la mayor tasa de variación anual de los precios de ropa, calzado y accesorios, asociada a un efecto base de comparación por las reducciones de precios que presentó este rubro el año previo. En general, la inflación de las mercancías no alimenticias continúa resintiéndose presiones de costos, tales como los aumentos en los precios de las materias primas o en los insumos en general, las afectaciones en las cadenas de producción y la evolución del tipo de cambio. La inflación anual de los servicios, por su parte, aumentó de 2.53 a 3.11% entre las fechas referidas. En este sentido, sobresalió el incremento de 3.55 a 4.58% en la variación anual de los precios del rubro de los servicios distintos a educación y vivienda, resultado, en buena medida, de mayores aumentos de precios en los servicios de alimentación, los turísticos y los de entretenimiento. Ello contrasta con los bajos niveles de inflación anual registrados en el rubro de vivienda, que pasó de 1.73 a 1.94%, y en el de educación, que pasó de 1.12 a 1.14%.

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



Fuente: Banco de México e INEGI.

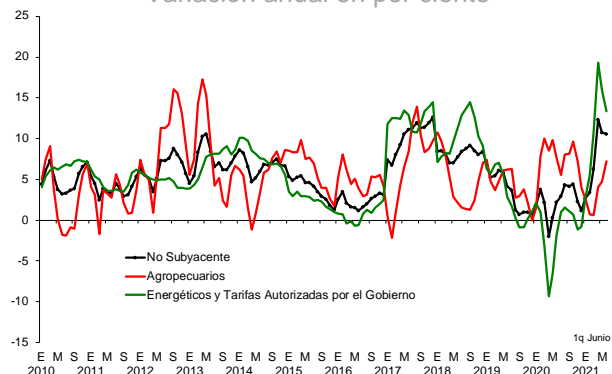
Gráfica 21
Subíndice Subyacente de las Mercancías
Variación anual en por ciento



Fuente: Banco de México e INEGI.

La inflación no subyacente anual disminuyó de 12.34 a 10.61% entre abril y la primera quincena de junio de 2021 (Gráfica 22 y Cuadro 1). Este resultado estuvo asociado, principalmente, con la reducción de 28.02 a 18.54% en la inflación anual de los energéticos. Ello, a su vez, fue producto de menores variaciones anuales en los precios de las gasolinas, que pasaron de 34.94 a 18.43% en ese lapso y que reflejan el desvanecimiento del efecto aritmético por las importantes disminuciones que experimentaron sus precios en abril del año pasado. Por su parte, la inflación anual de los productos agropecuarios aumentó de 4.08 a 7.22% en el mismo periodo, impulsada por el incremento de -0.83 a 2.30% en la inflación anual de las frutas y verduras y de 8.20 a 11.48% en la de los productos pecuarios.

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



Fuente: Banco de México e INEGI.

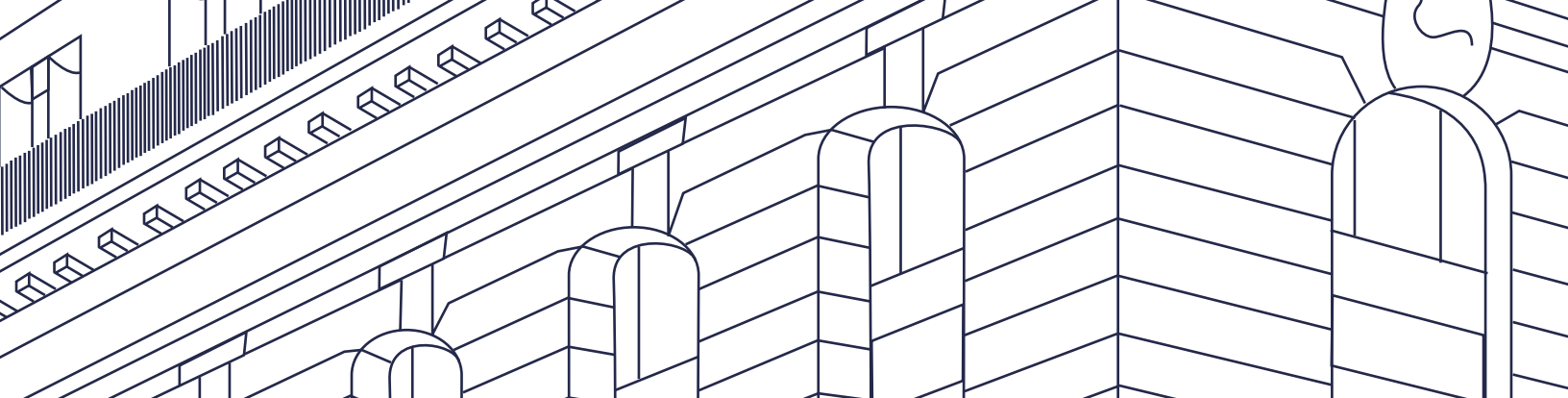
Respecto de las expectativas de inflación provenientes de la encuesta que levanta el Banco de México entre especialistas del sector privado, entre abril y mayo la mediana para la inflación general al cierre de 2021 aumentó de 4.56 a 5.00%, mientras que la correspondiente al componente subyacente pasó de 3.74 a 3.91%. A su vez, las medianas relativas al cierre de 2022 se ajustaron de 3.60 a 3.61% para la inflación general y de 3.51 a 3.60% para la subyacente. Por su parte, las medianas de las expectativas de la inflación general y subyacente para el mediano y largo plazos se mantuvieron alrededor de 3.50%. Finalmente, la compensación por inflación y riesgo inflacionario estimada con instrumentos de mercado presentó cierta volatilidad. En particular, si bien había disminuido después de la última decisión de política monetaria, a partir de la primera semana de junio ha mostrado un repunte importante.

Incorporando el comportamiento reciente de la inflación, la actualización de las trayectorias esperadas para la general y subyacente en los próximos trimestres son más elevadas que las publicadas en el último Informe Trimestral. Ahora se estima que la inflación general converja a la meta de 3% en el tercer trimestre de 2022. Estas previsiones están sujetas a riesgos. Al alza: i) presiones inflacionarias externas; ii) presiones de costos o reasignaciones de gasto; iii) persistencia en la inflación subyacente; iv) depreciación cambiaria; y v) que la sequía presione a los precios agropecuarios. A la baja: i) por los efectos de la brecha negativa del producto; ii) mayores medidas de distanciamiento social, y iii) apreciación cambiaria. El balance de los riesgos que podrían incidir en la actualización de la trayectoria esperada de la inflación en el horizonte de pronóstico es al alza.

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

Concepto	Abril 2021	Mayo 2021	1q Junio 2021
INPC	6.08	5.89	6.02
Subyacente	4.13	4.37	4.58
Mercancías	5.59	5.76	5.90
Alimentos, Bebidas y Tabaco	5.88	5.49	5.94
Mercancías No Alimenticias	5.28	6.05	5.87
Servicios	2.53	2.84	3.11
Vivienda	1.73	1.86	1.94
Educación (Colegiaturas)	1.12	1.12	1.14
Otros Servicios	3.55	4.08	4.58
No Subyacente	12.34	10.76	10.61
Agropecuarios	4.08	4.67	7.22
Frutas y Verduras	-0.83	-3.63	2.30
Pecuarios	8.20	12.23	11.48
Energéticos y Tarifas Aut. por Gobierno	19.30	15.97	13.36
Energéticos	28.02	22.96	18.54
Tarifas Autorizadas por Gobierno	2.21	2.25	2.74

Fuente: INEGI.



BANCO DE MÉXICO®

Documento publicado el 8 de julio de 2021

