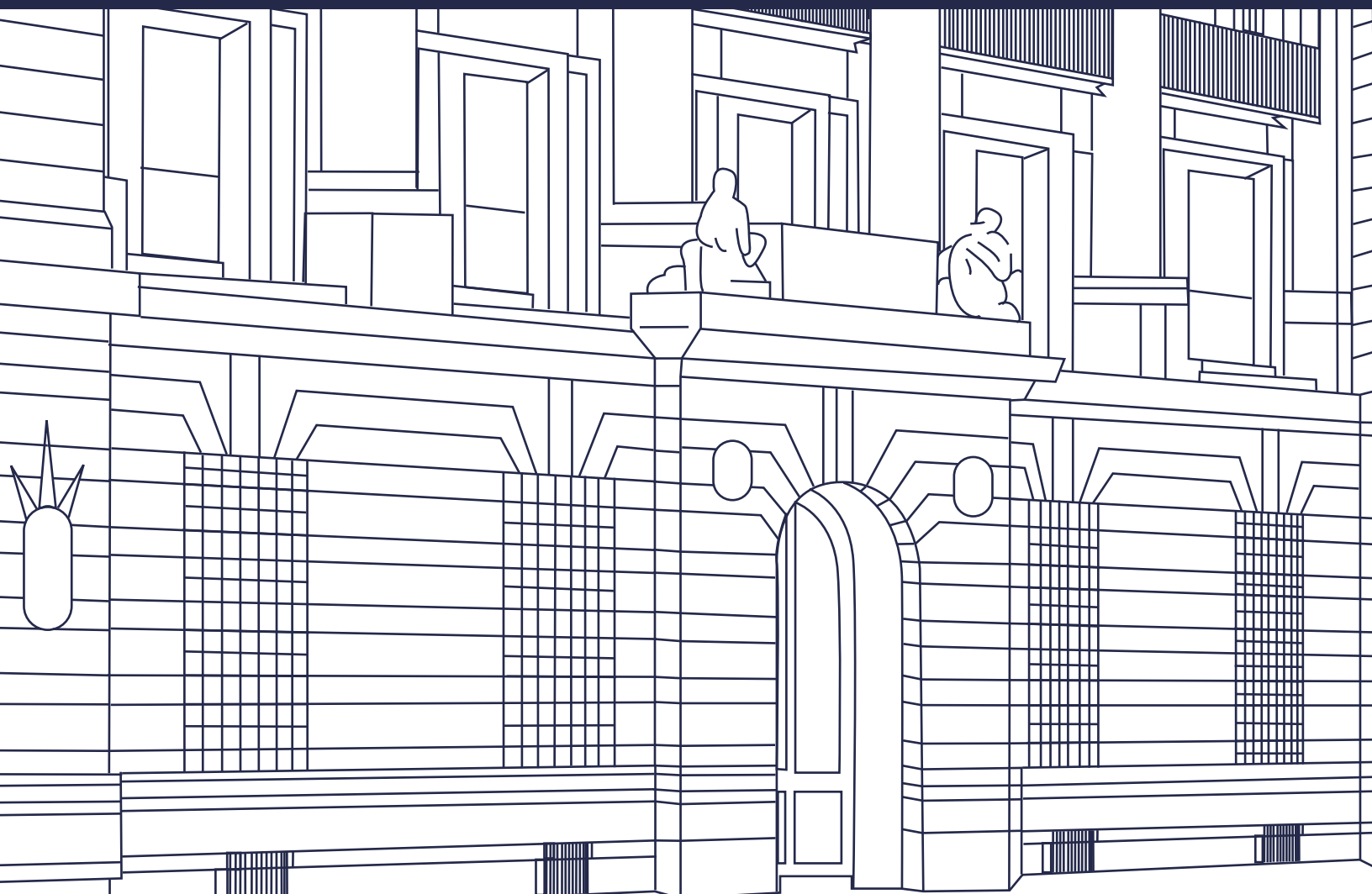




BANCO DE MÉXICO®

## Minuta número 82

Reunión de la Junta de Gobierno del Banco de México, con motivo de la  
decisión de política monetaria anunciada el 11 de febrero 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:** 10 de febrero 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.  
Arturo Herrera Gutiérrez, Secretario de Hacienda y Crédito Público.  
Gabriel Yorio González, Subsecretario de Hacienda y Crédito Público.  
Elías Villanueva Ochoa, Secretario de la Junta de Gobierno.

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

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

### Entorno Externo

**La mayoría mencionó que la actividad económica global continuó recuperándose a un ritmo más moderado y heterogéneo entre países y sectores. Algunos** comentaron que el dinamismo de la economía global se ve reflejado en la recuperación del comercio internacional y de la producción industrial. **Uno** señaló que el ritmo de recuperación ha sido mayor al anticipado por la mayoría de los analistas. **Otro** apuntó que la recesión económica en 2020 es la más severa en la historia reciente. Añadió que debido a las medidas de distanciamiento se generaron cambios en los patrones de consumo, las relaciones laborales, los procesos de producción, las cadenas de suministro y la formación de capital humano. Resaltó que las autoridades fiscales y monetarias han tomado medidas para mantener la estabilidad económica. **Uno** opinó que el desempeño de las economías se asocia con la severidad de las afectaciones generadas por la pandemia y con las diferencias en los programas de apoyo. En este sentido, señaló que los países con mayores apoyos registraron en 2020 contracciones menores a lo originalmente previsto.

**La mayoría mencionó que para 2021 se prevé que continúe la recuperación económica global ante las expectativas de avances en las estrategias de vacunación y los estímulos fiscales y monetarios. Algunos** consideraron que diferencias en estos factores podrían tener como resultado una recuperación heterogénea entre países y regiones. **La mayoría destacó la mejoría en los pronósticos de crecimiento global para 2021. Algunos** apuntaron que las proyecciones del FMI apuntan a una expansión de 5.5% en este año. Al respecto, **uno** notó que entre las economías avanzadas únicamente Estados Unidos lograría contrarrestar en 2021 la caída de 2020. Agregó que, en el bloque emergente, las estimaciones de una recuperación rápida para Asia contrastan con las de América Latina, donde se espera una reactivación más lenta.

**En cuanto a los riesgos para el crecimiento económico global, la mayoría enfatizó los asociados con la evolución de la pandemia y las medidas para contenerla. Al respecto, destacó la reciente implementación de nuevas restricciones de movilidad en varios países. Uno** consideró que esto ha generado mayor presión en la producción y distribución de vacunas y en las medidas de apoyo a hogares y empresas. En este contexto, **otro** opinó que la debilidad económica en dichos países se extenderá al primer trimestre del año. Añadió como riesgos: i) el aumento significativo de las deudas gubernamentales y corporativas; ii) un incremento en las quiebras de empresas afectadas por la pandemia; iii) los desbalances en los mercados accionarios; y iv) el agravamiento de conflictos geopolíticos y sociales. Consideró que ante la elevada incertidumbre, el balance de riesgos para el crecimiento global continúa sesgado a la baja.

**La mayoría comentó que la inflación en las economías avanzadas permanece por debajo de los objetivos de sus respectivos bancos centrales. Uno** señaló que en algunas de estas economías la inflación se ha acelerado. **Algunos** señalaron que en las economías avanzadas se anticipa que la inflación se mantenga en niveles bajos, si bien **uno** agregó que se espera que durante 2021 y 2022 comience a converger hacia su objetivo. Para el caso de Estados Unidos, **algunos** mencionaron que ante los programas de estímulo fiscal y monetario, las expectativas de inflación se han incrementado. **Uno** enfatizó que estas se ubicaron en niveles superiores a los registrados hace un año. **Otro** apuntó a un comportamiento heterogéneo en la inflación, en la que a principios de febrero la inflación promedio esperada de cinco años en cinco años para Estados Unidos superó 2.3% y

en contraste, para la zona del euro y Japón se ubica en 1.34 y -0.13%, respectivamente. **Algunos** señalaron que la inflación en las economías emergentes ha presentado un comportamiento heterogéneo, si bien **uno** de ellos destacó que se encuentra en niveles relativamente bajos. **Otro** detalló que en algunas de estas economías persisten presiones al alza ante el incremento en los precios de los alimentos, el choque de oferta y la depreciación cambiaria. **Uno** comentó que para las economías emergentes se estiman tasas de inflación en niveles menores que su promedio histórico. **Por otra parte, la mayoría comentó que los precios de las materias primas se incrementaron. Algunos** enfatizaron que ello obedeció a que el precio del petróleo aumentó ante la mejora de las perspectivas de crecimiento. **Uno** agregó que también contribuyó el dato de los inventarios de petróleo en Estados Unidos.

**Todos mencionaron que los bancos centrales de las economías avanzadas reiteraron su intención de mantener posturas acomodaticias por un periodo prolongado. Uno** apuntó que se anticipa que la tasa de fondos federales se mantenga sin cambios durante 2021 y 2022. Agregó que la nueva estrategia monetaria de la Reserva Federal permitirá que la inflación se ubique por encima de 2% por cierto tiempo y mantener tasas de interés reales bajas o negativas por un periodo más largo. Respecto de las economías emergentes, comentó que sus bancos centrales continuaron con posturas acomodaticias y en la mayoría de los casos con una tasa real ex-ante negativa. Señaló que se espera que la mayoría de los bancos centrales de economías emergentes mantengan sus tasas de referencia en los niveles actuales durante 2021.

**La mayoría resaltó la expectativa de que se amplíe el estímulo fiscal en economías avanzadas. Algunos** destacaron el caso de Estados Unidos. **Uno** enfatizó que los resultados del proceso electoral en Estados Unidos han favorecido esta expectativa para el caso de este país.

**La mayoría coincidió en que los mercados financieros globales han mostrado un comportamiento positivo, principalmente ante la perspectiva de un importante paquete de estímulo fiscal en Estados Unidos. Algunos** opinaron que también contribuyó la mitigación de factores políticos. Al respecto, **uno** mencionó que en esta evolución influyeron la culminación del proceso electoral en Estados Unidos y el acuerdo de salida del Reino Unido de la Unión Europea. **Algunos** añadieron el avance en el proceso de vacunación en

varios países. En este contexto, **uno** comentó que el optimismo en los mercados ha reducido las primas por riesgo crediticio. **Otro** consideró que el aumento en los contagios y los retos relativos al proceso de vacunación han propiciado episodios de volatilidad.

**La mayoría destacó el incremento en el apetito por riesgo entre los inversionistas. Algunos** señalaron que los principales índices accionarios registraron ganancias, que los diferenciales de bonos corporativos disminuyeron y que las tasas de interés de valores gubernamentales mostraron incrementos moderados, especialmente las de mayores plazos. **Uno** mencionó que el dólar registró movimientos acotados y que los flujos de cartera se concentraron en la región asiática. **Otro** agregó que las divisas de las economías emergentes se apreciaron y consideró que hacia delante se prevé que los mercados financieros continúen con un desempeño positivo ante el avance en el proceso de vacunación, la reapertura de las actividades económicas y la continuación de los estímulos fiscales y monetarios.

Considerando una perspectiva de mediano plazo, **uno** notó que desde el inicio de la pandemia, los flujos de capital a las economías emergentes y los términos y condiciones de acceso a los mercados han estado influidos por: i) la tendencia favorable del apetito por riesgo global; ii) las condiciones de liquidez y el comportamiento de la curva de rendimientos en el mercado estadounidense; y iii) las recientes medidas para integrar el sector financiero de China a los mercados internacionales. Respecto del segundo factor, detalló que los mercados internacionales se han beneficiado de las medidas de apoyo de la Reserva Federal, que proporcionó una amplia liquidez, propiciando una marcada reducción en las tasas de interés. No obstante, agregó que las de mayor plazo han repuntado ante la perspectiva de mayores estímulos fiscales. Respecto del tercer factor señaló que la inclusión de China en los índices de renta fija globales, en combinación con tasas de interés superiores a las de otras economías y un menor riesgo cambiario, han propiciado una recomposición significativa de los flujos de capital hacia esa economía. Expresó que lo anterior plantea retos para las economías emergentes, ya que las condiciones financieras globales operan como una restricción adicional sobre el ajuste interno de estas economías, las cuales además enfrentan múltiples retos asociados a la pandemia y con un espacio de política limitado.

**Algunos** consideraron que los mercados financieros internacionales están sujetos a diversos riesgos,

destacando los ya mencionados para la actividad global. **Uno** agregó que se mantienen frágiles y propensos a una corrección o inclusive a posibles salidas de capital de las economías emergentes.

### **Actividad Económica en México**

**Todos resaltaron que las cifras oportunas apuntan a que en 2020 el PIB registró una caída anual de 8.3%. Uno** destacó que este resultado representó un desempeño mejor al previsto por la mayoría de los analistas a mediados del año pasado. **Otro** enfatizó que la contracción anual del PIB en 2020 es la más severa en décadas. **La mayoría mencionó que en el cuarto trimestre de 2020 continuó la recuperación económica, si bien a un menor ritmo que en el tercero. Algunos** señalaron que esta ha sido heterogénea, con diferencias en los ritmos de recuperación de la demanda interna en relación con la externa. **Uno** añadió que la información disponible sugiere que la actividad habrá mostrado una caída a inicios de 2021 y agregó que ello es consistente con el recrudescimiento reciente de la pandemia.

**Por el lado de la demanda, todos enfatizaron que la recuperación ha estado impulsada sobre todo por el sector externo. La mayoría resaltó el comportamiento diferenciado entre importaciones y exportaciones, destacando el buen desempeño de estas últimas, especialmente las manufactureras. Algunos** detallaron que en diciembre estas mostraron un crecimiento anual de 8.84% ajustado por estacionalidad. **Uno** agregó que el comportamiento diferenciado referido propició un significativo superávit comercial.

**Todos resaltaron que la inversión sigue mostrando atonía. La mayoría subrayó que se ubica en niveles por debajo de los registrados antes de la pandemia. Uno** señaló que ha sido el rubro más débil de la demanda agregada. **Otro** destacó que en noviembre registró una contracción anual de 11.35%. **Uno** notó que la mayoría de sus componentes permanecen cerca de 15% por debajo de los niveles previos a la pandemia, con excepción de la construcción residencial. **Otro** enfatizó que desde 2018 la inversión privada ha sufrido una caída de 25%, mientras que la inversión pública registra desde 2009 una contracción de 54%.

**La mayoría destacó que el consumo ha venido recuperándose gradualmente, si bien aún muestra un rezago importante respecto de los niveles previos a la pandemia. Algunos** agregaron que su débil recuperación sigue influenciada por las

desfavorables condiciones en el mercado laboral. **Uno** resaltó la debilidad del consumo a pesar del elevado nivel de las remesas. **Otro** precisó que los componentes del consumo se han comportado de forma heterogénea. Mencionó que el consumo de bienes no duraderos se ha recuperado a buen ritmo, mientras que el consumo de servicios y de bienes duraderos permanece deprimido. **Uno** comentó que es previsible que en diciembre de 2020 y en enero de 2021 la recuperación del consumo pierda dinamismo y que incluso pueda llegar a contraerse.

**Por el lado de la oferta, la mayoría resaltó la heterogeneidad en el ritmo de recuperación de los distintos sectores. Uno** comentó que a nivel sectorial, en 2020 el sector primario tuvo un buen desempeño al crecer 2% a tasa anual mientras que el sector secundario fue el que más cayó, seguido del sector terciario. No obstante, comentó que las actividades secundarias se han recuperado más rápido que las terciarias. **Otro** mencionó que después de una marcada contracción en abril, la producción industrial se ha venido recuperando, acumulando a noviembre 6 meses con variaciones mensuales positivas y registrando en dicho mes una contracción anual de 3.25%. Agregó que en noviembre las manufacturas, la construcción y los servicios, registraron contracciones anuales de 1.16, 7.97 y 4.49%, respectivamente. Enfatizó que los servicios que se prestan de manera presencial mostraron mayores afectaciones. Detalló que con cifras a noviembre, solo el 12.1% de los subsectores productivos había recuperado o superado el nivel de actividad previo a la pandemia, mientras que el 64.4% registró una contracción de hasta 5% y el 23.5% una mayor a 5%. **Uno** consideró que la información disponible sugiere un nuevo debilitamiento en la evolución de la actividad industrial y los servicios, lo que refuerza la expectativa de una recuperación lenta y heterogénea.

**En relación con el mercado laboral, la mayoría reconoció que su recuperación recientemente ha perdido dinamismo y que persiste un entorno de fragilidad. Algunos** destacaron que la tasa de participación laboral, la tasa de desempleo y la tasa de subocupación han permanecido deterioradas. **Uno** detalló que al cierre de 2020 había 19 millones de personas con la necesidad de un trabajo de tiempo completo, de las cuales 2.1 millones eran por desempleo abierto, 9.4 millones pertenecían al desempleo encubierto y 7.5 millones estaban subempleadas. Agregó que, si bien la tasa de desempleo extendido ha disminuido notoriamente desde abril, en diciembre se ubicó en 17.9%, nivel

superior a los registrados en crisis anteriores. Subrayó que la pandemia ha incrementado la precarización del mercado laboral, afectando principalmente a los trabajadores de salarios bajos, a mujeres y a jóvenes. Abundó que estas cifras señalan una disminución significativa en el ingreso personal disponible de las familias, lo cual está detrás de la dificultad en recuperar el consumo de los hogares. **Otro** mencionó que entre febrero y abril del año pasado, la ocupación total se redujo en 12.5 millones de personas. Agregó que si bien entre mayo y octubre esta aumentó en 9.7 millones, entre noviembre y diciembre se volvió a reducir en 130 mil personas. **Algunos** señalaron la afectación que ha experimentado el empleo formal. **Uno** precisó que con cifras ajustadas por estacionalidad, al cierre de 2020 los puestos de trabajo afiliados al IMSS se ubicaron 786,693 empleos por debajo de los registrados en febrero. **Otro** sostuvo que mientras los puestos formales de trabajo susceptibles a la interacción social continúan altamente afectados, los empleos más vinculados a la demanda externa han superado sus niveles previos a la pandemia.

**La mayoría señaló que la recuperación económica se dará a un ritmo moderado.** **Uno** apuntó que ello obedece, en parte, a las nuevas restricciones a la movilidad. **Otro** consideró que ante la previsión de mayores estímulos fiscales en Estados Unidos, se prevé que la demanda externa siga siendo un importante impulso para la recuperación económica en México. **Uno** opinó que la recuperación será heterogénea con un sector externo fuerte, pero con el consumo y la inversión por debajo de los niveles previos a la pandemia. Destacó que el consumo e inversión públicos serán los componentes menos capaces para apoyar dicha recuperación en función de las restricciones fiscales que enfrentan. Consideró que las expectativas de crecimiento para 2021 son relativamente bajas si se toma en cuenta el efecto de base de comparación y sugieren debilidad de la recuperación de la demanda interna dada la expectativa de que la demanda externa continúe dinámica. Alertó sobre la posibilidad de registrar de nuevo tasas de crecimiento negativas en el primer trimestre del año por el retorno a semáforo rojo en muchas entidades federativas. Resaltó que aun en un escenario optimista de crecimiento de 6% al cierre de 2021, el PIB se ubicaría 3.0% por debajo del nivel de 2019.

**La mayoría notó que la actividad productiva continúa operando con un amplio nivel de holgura**, si bien **algunos** indicaron que esta ha venido reduciéndose. **Uno** agregó que la velocidad en el cierre de la brecha de actividad parece haber

disminuido. **Algunos** apuntaron que, a pesar de que la información disponible sugiere una recuperación a un mayor ritmo en el 2021, se anticipan amplias condiciones de holgura a lo largo del horizonte en el que opera la política monetaria.

**La mayoría coincidió en que persiste un entorno incierto con riesgos a la baja para la actividad económica, debido principalmente a la evolución de la pandemia.** **Uno** señaló que el número de contagios y decesos mensuales por la pandemia alcanzó un máximo en enero y que no hay indicios de que esta trayectoria vaya a ceder pronto. Destacó que tomará tiempo alcanzar el porcentaje de cobertura de vacunación necesario para regresar a la normalidad. Añadió que ante la escasez de vacunas y problemas logísticos en su distribución, en el mejor de los casos, se notaría su impacto hacia finales de año, lo que podría ocasionar un daño irreversible a muchas empresas. **Otro** enfatizó la importancia de considerar los posibles impactos derivados de la pandemia sobre la planta productiva para estimar los efectos en el crecimiento potencial. **Uno** destacó como riesgos al crecimiento: i) las afectaciones en el suministro de insumos para la producción; ii) la volatilidad en los mercados financieros; iii) el deterioro en la calidad de la cartera crediticia; iv) menores ingresos públicos que afecten las perspectivas de riesgo soberano y las condiciones de acceso a los mercados financieros; y v) mayores elementos de incertidumbre que afecten a la inversión. **Otro** consideró que el balance de riesgos para la actividad ha mejorado en el margen, si bien sigue sesgado a la baja.

### *Inflación en México*

**La mayoría mencionó que la inflación general anual se redujo de 4.09% en octubre del año pasado, su mayor nivel del 2020, a 3.54% en enero de 2021.** **Algunos** opinaron que el dato de inflación al cierre de 2020, de 3.15%, fue favorable. **Uno** comentó que representó un comportamiento positivo comparado con los pronósticos de cierre de año que se tenían unos meses atrás. Agregó que al buen comportamiento de la inflación general al cierre de 2020 contribuyeron destacadamente los servicios y los energéticos. **Otro** indicó que la inflación se ha ubicado marginalmente por encima del objetivo puntual del Banco Central. **Uno** apuntó que las cifras de inflación de los últimos meses ilustran las diferentes presiones y volatilidad a las que esta ha estado sujeta y que dichas presiones han sido mayores al interior de sus componentes.

**La mayoría mencionó que el incremento en la inflación no subyacente en enero contribuyó al**



**repunte referido de la inflación general. Destacó el aumento en la variación anual de los precios de los energéticos, en particular de las gasolinas y del gas LP.** Uno indicó que los precios de los energéticos se vieron afectados por sus referencias internacionales. Sin embargo, añadió que la SHCP anunció la entrada en vigor de estímulos para contener los incrementos en el precio de la gasolina. Por su parte, **otro** mencionó la disminución en la variación anual de los precios de los bienes agropecuarios, especialmente por las mayores reducciones en los precios de frutas y verduras.

**La mayoría señaló que la pandemia ha implicado importantes cambios en los precios relativos, presionando al alza la inflación de las mercancías y a la baja la de los servicios.** Uno comentó que este cambio en precios relativos se presentó en un entorno de una ampliación significativa en la holgura y un ajuste cambiario al inicio de la pandemia. Además, afirmó que la brecha entre la inflación de mercancías y la de servicios refleja la naturaleza de los choques a los que ha estado sujeta la economía.

**La mayoría mencionó que la inflación subyacente aumentó entre diciembre y enero.** Uno opinó que, en general, el componente subyacente mostró un comportamiento favorable a principios de año y que su incremento mensual en enero estuvo en línea con su promedio histórico, si bien en su comparación anual sigue estando afectado por los aumentos del año pasado asociados a la pandemia. **Otro** notó que la holgura ha influido en la inflación a la baja, principalmente en aquellos componentes más sensibles a la posición cíclica de la economía. Así, la inflación subyacente fundamental ha disminuido. Por otro lado, agregó que el ajuste cambiario, que fue mayor en la fase inicial de la pandemia, propició un aumento en los rubros de la inflación subyacente con mayor exposición al tipo de cambio.

**Algunos** subrayaron que las disminuciones en los precios de los servicios se han moderado. **Uno** apuntó que se percibe una importante desaceleración en los precios de servicios relacionados con actividades de recreación, educación y turismo. **Algunos** subrayaron las disminuciones recientes en la inflación de las mercancías, especialmente las alimenticias. En este sentido, **uno** consideró que hay señales de estabilización en dichos precios, los cuales registraron aumentos cercanos al 7% en la última mitad de 2020, pero ahora empiezan a revertir esta tendencia. Agregó que esto se debe, en parte, a que

se diluyó la carga impositiva por el IEPS en algunas bebidas con exceso calórico, bebidas alcohólicas y tabaco. **Algunos** indicaron que los choques de oferta y demanda derivados de la pandemia han comenzado a desvanecerse. **Uno** indicó que el efecto del “Buen Fin” en las mercancías no alimenticias parece haberse desvanecido, lo que confirma su naturaleza transitoria.

**La mayoría resaltó que las expectativas de inflación de mediano y largo plazos se mantienen estables, si bien por arriba de 3%.** **Algunos** indicaron que las correspondientes para el cierre de 2021 aumentaron ligeramente. Respecto de las expectativas de inflación extraídas de instrumentos de mercado, **uno** comentó que el promedio de estas expectativas de 1 a 10 años se encuentra en niveles similares a la meta de 3%. Agregó que dichos niveles no se observaban desde 2013. **Otro** indicó que la compensación por inflación y riesgo inflacionario implícita en los diferenciales entre tasas nominales y reales se ha mantenido estable. Puntualizó que la compensación para el plazo de tres años se encuentra por debajo de su promedio histórico. En este contexto, **algunos** consideraron que las expectativas de inflación se mantienen ancladas.

**Todos mencionaron que se prevé un aumento transitorio en la inflación general en el segundo trimestre del año, asociado a los efectos aritméticos de la reducción en los precios de los energéticos del año pasado. Señalaron que se anticipa que las inflaciones general y subyacente converjan a 3% en el horizonte en que opera la política monetaria.** **Algunos** agregaron que se espera que la inflación subyacente se ubique alrededor de 3% a partir del segundo semestre de este año. **Uno** destacó que este componente seguirá resintiendo en el corto plazo los efectos de la recomposición de precios relativos a su interior. Respecto del componente no subyacente, **algunos** mencionaron que se espera que se desvanezcan sus aumentos recientes. **Uno** opinó que no se prevé que dichos incrementos generen efectos de segundo orden. **Otro** afirmó que si bien se observó un aumento en el precio de los energéticos en enero, la política de precios de estos bienes por parte del gobierno federal podrá contribuir a mantener la inflación bajo control en los siguientes meses. **Uno** apuntó que la evolución futura de la inflación subyacente responderá más a las condiciones del ciclo económico. No obstante, consideró que la inflación no subyacente, como siempre ha ocurrido, seguirá sujeta a fluctuaciones importantes.

En cuanto a los riesgos al alza para la inflación, **algunos** señalaron la posibilidad de mayores aumentos en los precios internacionales de algunos productos, incluyendo a los energéticos. No obstante, opinaron que existen mitigantes como la política para los precios internos de las gasolinas. **Algunos** mencionaron los riesgos de diversas presiones de costos para las empresas. **Uno** destacó posibles episodios de depreciación cambiaria. Además, advirtió sobre los riesgos de presiones sobre la inflación subyacente por la recomposición del gasto hacia las mercancías. **Otro** añadió que desde mediados de 2018 se ha observado una fuerte resistencia de la inflación subyacente a disminuir a pesar de la amplia holgura y que es prematuro suponer que la gradual reversión de los cambios en los precios relativos entre mercancías y servicios se traducirá necesariamente en menores presiones inflacionarias.

Respecto de los riesgos a la baja, **algunos** mencionaron la posibilidad de una disminución en los precios ante la profundidad y persistencia de la holgura en la economía, así como una apreciación cambiaria. **Uno** agregó que dicha apreciación podría derivarse de un mayor apetito por riesgo de los inversionistas o de una mejoría en la percepción de la posición fiscal de México. **Otro** destacó los efectos de mayores medidas de distanciamiento social y menores presiones inflacionarias globales. **Algunos** consideraron que el balance de riesgos alrededor de la trayectoria esperada de la inflación se mantiene incierto. **Uno** comentó que dicho balance se ha mantenido estable, a pesar del repunte de la inflación en enero.

### **Entorno Macrofinanciero**

**Algunos** señalaron que los mercados financieros nacionales mostraron un comportamiento favorable, preservando y en algunos casos profundizando las ganancias que se han registrado desde mayo de 2020. **Uno** apuntó que a lo anterior ha contribuido la solidez de los fundamentos macroeconómicos. Por su parte, **otro** consideró que los mercados financieros nacionales presentaron un comportamiento mixto, con ajustes acotados y condiciones de operación que siguen deterioradas.

**La mayoría mencionó que el peso mexicano presentó un comportamiento relativamente estable.** **Uno** comentó que los analistas esperan que se mantenga en un nivel alrededor de 20 pesos por dólar este año y el siguiente. Respecto del mercado bursátil, **otro** destacó que el índice de la bolsa de valores aumentó desde la última decisión de política monetaria. **Uno** notó que en lo que va del año se ha

mantenido prácticamente sin cambios. En cuanto a las tasas de interés de valores gubernamentales, **algunos** destacaron que han disminuido. **Uno** resaltó que las mayores reducciones han sido en las tasas de mediano plazo y que la parte corta de la curva de rendimientos se ha aplanado.

**La mayoría resaltó que la prima de riesgo soberano ha seguido disminuyendo.** **Algunos** agregaron que se ubica en niveles similares a los registrados antes de la pandemia. **Uno** consideró que a lo anterior ha contribuido la menor aversión al riesgo global. No obstante, comentó que las agencias calificadoras han advertido sobre el aumento de los riesgos idiosincrásicos. **Otro** mencionó que las entradas de capital extranjero en bonos gubernamentales han fluctuado, pero que se han mantenido en un nivel adecuado, en un contexto de menor necesidad de ahorro externo dado el superávit de la cuenta corriente. **Uno** comentó que se observó un incremento en el porcentaje de tenencia de deuda soberana de México de la mayoría de los fondos globales que invierten en nuestro país. **Otro** mencionó que si bien los flujos de salida en valores gubernamentales se han moderado, cerraron el año en un máximo histórico de casi 19 mmd. Añadió que persisten riesgos para los mercados financieros y que no pueden descartarse nuevos episodios de volatilidad derivados de factores comerciales, geopolíticos y financieros que podrían afectar al tipo de cambio. **Uno** señaló que, además de la influencia de la curva de rendimientos norteamericana como la curva libre de riesgo, ahora se agregan las condiciones financieras de otras economías, especialmente la china, como destino alternativo para los flujos de capital. **Otro** opinó que el balance de riesgos para los mercados financieros se ha mantenido estable.

Respecto de las finanzas públicas, **algunos** coincidieron en que su situación constituye un factor de riesgo. **Uno** destacó que algunos indicadores no reflejan adecuadamente sus riesgos. Añadió que el balance fiscal podría deteriorarse por: i) una menor actividad económica; ii) mayores presiones de gasto asociadas a la prolongación de la pandemia; iii) requerimientos adicionales para capitalizar a Pemex; y iv) recortes en la calificación soberana, todo ello ante el agotamiento de fondos de contingencia. No obstante, **algunos** consideraron que la política fiscal de México, a diferencia de otras economías, ha mantenido un endeudamiento manejable, lo que constituye un elemento positivo para la estabilidad macroeconómica. **Uno** señaló que la posición fiscal y el desempeño favorable de la inflación en los dos últimos años revelan el compromiso de las



autoridades por preservar los fundamentos económicos. Notó que la posición fiscal de México se ha visto favorecida en términos relativos debido al endeudamiento en el que incurrieron la mayoría de los países en 2020, en contraste con lo observado en el país. Sostuvo que de acuerdo con indicadores estructurales de finanzas públicas, como el balance presupuestario y la deuda pública como porcentaje del PIB, México saldrá de la pandemia en una mejor situación que otras economías emergentes e incluso que países con calificaciones crediticias más altas. Sin embargo, **otro** sostuvo que si bien son valiosos los esfuerzos por tener un balance fiscal responsable, sería deseable observar, dentro de los límites de responsabilidad fiscal, una reasignación presupuestal que permitiera atender las necesidades contingentes.

**La mayoría comentó que el financiamiento al sector privado continuó decreciendo.** **Uno** apuntó que ello obedece a una menor colocación de deuda y a un menor crédito bancario. Agregó que los índices de morosidad aumentaron, principalmente en los créditos al consumo y empresas, si bien se mantienen en niveles bajos. **Otro** notó que a diciembre de 2020 el financiamiento al consumo mostró una contracción de -8.1% a tasa anual y a las empresas de -4.3%. Consideró preocupante que el crédito a las PyMEs siga deprimido sin mostrar señales de recuperación en el margen. Puntualizó que ello podría deberse a factores de oferta y a que los términos de los créditos ofrecidos parecen seguir siendo poco atractivos. Mencionó que si bien la banca de desarrollo ha implementado programas de garantías para apoyar el crédito a empresas, una parte importante de estos estímulos se han quedado sin asignar. **Uno** sostuvo que, de acuerdo con la encuesta EnBan, las expectativas de aprobación de crédito para el primer trimestre de 2021 prevén un estrechamiento. No obstante, comentó que las tasas de interés asociadas al crédito bancario han seguido el comportamiento de la tasa de fondeo bancario, lo cual influye en las condiciones crediticias de hogares y empresas. Agregó que las fuentes internas de recursos financieros mantuvieron niveles elevados durante el cuarto trimestre de 2020. **Otro** destacó el predominio de las fuentes internas de financiamiento sobre las externas y el creciente financiamiento al sector público.

**Un** miembro consideró que es necesaria una estrategia macroeconómica firme que genere confianza, que promueva un ajuste ordenado de la economía nacional ante los choques que la han afectado y que propicie el buen funcionamiento de los mercados financieros nacionales y del sistema

financiero. **Otro** señaló que la atonía de la inversión privada observada desde 2018 responde principalmente a factores institucionales y estructurales. Consideró que la reactivación económica requiere necesariamente de acciones en el ámbito del Estado de derecho, certeza jurídica, seguridad y combate a la corrupción e impunidad. Destacó tres eventos que han afectado la confianza de los inversionistas: i) la iniciativa para modificar la Ley del Banco de México. Al respecto, mencionó que si bien las nuevas medidas anunciadas apuntan a resolver los problemas a los que alude esta iniciativa, sus riesgos podrían no disiparse mientras continúe su discusión en el legislativo; ii) la iniciativa preferente sobre la Ley del Sector Eléctrico, que modifica las reglas vigentes en contratos y cancela la transición hacia energías limpias; y iii) la suspensión de las licitaciones carreteras en curso.

### **Política Monetaria**

**Considerando que la información reciente permite un ajuste en la tasa de referencia, manteniendo las previsiones de inflación en línea con la trayectoria convergente hacia la meta del Instituto Central, todos coincidieron en reducir en 25 puntos base el objetivo para la Tasa de Interés Interbancaria a un día a un nivel de 4.00%. Hacia delante, la mayoría señaló que la conducción de la política monetaria dependerá de la evolución de los factores que inciden en la inflación general y subyacente, en sus trayectorias previstas y en sus expectativas.**

**Un miembro** argumentó que, considerando la magnitud de los choques de oferta, de demanda y financiero asociados a la pandemia, la política monetaria en economías emergentes, como la mexicana, debe contribuir a mantener una inflación baja alrededor de su meta, propiciar un adecuado funcionamiento de los mercados financieros, estabilidad en el sistema financiero y contribuir a una recuperación económica sostenida. Señaló que para ello es importante que el comportamiento de las tasas de interés a lo largo de la curva de rendimientos propicie un ajuste ordenado en los diferentes rubros de gasto, en los mercados financieros nacionales y en los flujos de capital externos. Expresó que dicho ajuste debe considerar las condiciones financieras externas relevantes y el comportamiento de las primas de riesgo internas de mediano y largo plazos. Enfatizó que para las economías emergentes, como la de México, que necesitan complementar su ahorro interno con fuentes externas de financiamiento, es importante mantener un entorno macroeconómico estable para

atraer y retener capital, así como para contar con las condiciones financieras necesarias para un ajuste ordenado de la economía.

Consideró que en el contexto de los choques asociados a la pandemia, de una depreciación cambiaria, de presiones fiscales e incertidumbre sobre la calificación crediticia soberana, uno de los mayores retos para la política monetaria ha sido permitir el ajuste de precios relativos, evitando un deterioro de las expectativas de inflación y del proceso de formación de precios, así como efectos de segundo orden, a fin de mantener una inflación sostenidamente baja y estable y reducir las primas de riesgo inflacionario. Señaló la importancia de que el ajuste en el mercado cambiario, después de amortiguar el importante choque financiero, fuera ordenado y que propiciara cierta reversión del impacto inicial, contribuyendo a un ajuste de la economía en mejores condiciones. Argumentó que dicha estrategia ha permitido menores tasas de interés a lo largo de la toda la curva de rendimientos y destacó que las reducciones en las tasas de interés de largo plazo en México se comparan favorablemente con respecto a las registradas en otras economías emergentes. Finalmente recalcó que los riesgos a los que están sujetos la inflación, la actividad económica y los mercados financieros, plantean retos importantes para la política monetaria y la economía en general.

**Otro miembro** consideró, con base en la información disponible, que los determinantes del aumento en los precios en el país están alineados a la convergencia ordenada y sostenida de la inflación hacia su meta. Agregó que las expectativas de inflación de mediano y largo plazos provenientes de la última encuesta del Banco de México no indican una dinámica ascendente, mientras que la compensación por inflación y riesgo inflacionario implícitas en instrumentos de mercado se han mantenido estables, lo cual indica que las expectativas de inflación se mantienen bien ancladas. Señaló que la pausa que se llevó a cabo permitió confirmar el desvanecimiento de las presiones inflacionarias que se presentaron a mediados del año pasado como resultado de los choques de oferta, demanda y financieros. Destacó que la información disponible durante enero de 2021 y las perspectivas hacia delante no sugieren una dinámica creciente de los precios que conduzca a un incumplimiento del mandato de estabilidad de precios. Por lo tanto, opinó que en esta ocasión se presenta una ventana de oportunidad específica, dentro del horizonte en el que opera la política monetaria, que permite disminuir los costos

inherentes en el sistema financiero y en la actividad económica que surgen de mantener una postura monetaria restrictiva ante un panorama económico con amplias condiciones de holgura.

**Un miembro** señaló que la evolución de la inflación y de sus expectativas, así como un balance de riesgos incierto, imponen retos en la estimación de la trayectoria futura de la inflación y en la conducción de la política monetaria, por lo que es fundamental seguir un enfoque de administración de riesgos que privilegie la prudencia. Recordó que la pausa se extendió en diciembre para confirmar si la inflación, principalmente la subyacente, habría iniciado una tendencia decreciente. Al respecto, consideró que en vista de que el aumento reciente de la inflación se debe al subíndice no subyacente, que se espera una recuperación más moderada en el primer semestre, que el balance de riesgos para la actividad continúa sesgado a la baja y que el tipo de cambio permanece relativamente estable, existe cierto margen para disminuir la tasa sin comprometer la convergencia de la inflación a su meta. No obstante, señaló que persisten riesgos significativos, como la vulnerabilidad de las finanzas públicas y posibles episodios de volatilidad, que pudieran afectar la cotización del peso e impactar la inflación. Profundizando en el tipo de cambio, consideró que factores como la reducción en la calificación soberana, el proceso electoral de junio y políticas públicas internas que generan incertidumbre podrían ejercer presiones cambiarias e imponer mayor estrés sobre la postura monetaria.

Argumentó que deben reconocerse los límites de la política monetaria, ya que si bien una postura acomodaticia puede ayudar a reactivar la economía, por sí sola no basta. Destacó que ante las circunstancias actuales es difícil pensar que un relajamiento monetario adicional se traduciría en un impulso significativo de la actividad económica. En este sentido, recordó que entre 2016 y 2018 la tasa de referencia aumentó 500 puntos base para llegar a 8.25% y fue entonces cuando la inversión privada bruta alcanzó su nivel máximo, mientras que de ese momento a la fecha se ha contraído 25% en términos reales. Agregó que el margen de maniobra de la política monetaria para impulsar el consumo es limitado en ausencia de apoyos fiscales que eviten el cierre de empresas, la pérdida de empleos y la consecuente disminución del crédito a hogares y empresas, sobre todo PyMEs, por el incremento en la percepción de riesgo de las instituciones financieras. Opinó que la política monetaria instrumentada por el Banco de México, tanto a través de la tasa de referencia como de las medidas para

proveer liquidez y facilitar el otorgamiento de crédito, ha permitido contribuir a enfrentar los choques derivados de la pandemia en el ámbito de su competencia.

Finalmente, destacó que la presente decisión no compromete la trayectoria descendente de la inflación y enfatizó que en el entorno actual de elevada incertidumbre, esta decisión no constituye una guía para acciones futuras. Opinó que la herramienta más eficaz para facilitar el ajuste ordenado de la economía ante choques reales es apuntalar la confianza del público en que las decisiones futuras de política monetaria mantendrán como prioridad la estabilidad de precios.

**Otro miembro** consideró que la disminución en la tasa de referencia puede contribuir a fortalecer la recuperación económica sin poner en riesgo el objetivo de inflación. Agregó que dicha reducción no debe interpretarse como el fin de la política de relajamiento monetario ya que varios indicadores sugieren que dicha flexibilización aún es insuficiente. Señaló que México es una de las pocas economías en el mundo con una tasa de interés real ex-ante positiva. Destacó que la gran mayoría de los bancos centrales, tanto en economías avanzadas como emergentes, disminuyeron durante 2020 sus tasas de referencia de manera sustancial, alcanzando, en muchos casos, tasas reales negativas. Detalló que mientras la tasa real ex ante de Chile es de alrededor de -2.5% y la de Colombia -1%, la de México se encuentra entre 0.75% y más de 1%, dependiendo de la medida de inflación esperada que se utilice para calcularla. Además, mencionó que los componentes de la demanda agregada que usualmente dependen del nivel de las tasas de interés son los que actualmente exhiben el peor desempeño. Destacó que: i) las ventas de vehículos ligeros exhibieron una contracción de -20% a tasa anual; ii) las compras con tarjetas de crédito permanecen 10% por debajo de su nivel previsto; iii) el crédito a las PyMEs exhibió una contracción de -8% real anual; y iv) la inversión en noviembre de 2020 fue en términos reales 12% inferior a la realizada en el mismo periodo de 2019. En este sentido, consideró que la necesidad de una mayor flexibilización monetaria se manifiesta en la diferencia en los ritmos de recuperación de la demanda interna en relación con la externa. Mencionó que la demanda interna continúa mostrando debilidad, mientras que la demanda externa se ha recuperado de manera acelerada y que esta diferencia se debe a que la primera es afectada directamente por la política monetaria doméstica, la cual aún permanece restrictiva en

relación con las condiciones económicas, mientras que la segunda se ve beneficiada por los estímulos fiscales y monetarios de otras economías. Recalcó que la tasa real ex-ante es importante para las decisiones de inversión y consumo. Argumentó que, en una recesión, si dicha tasa no disminuye lo suficiente para incentivar la demanda agregada, se corre el riesgo de profundizar y prolongar una frágil situación económica con los consecuentes costos económicos y sociales. Finalmente, consideró que la Junta de Gobierno debe permanecer atenta a una nueva oportunidad para continuar con el proceso de relajamiento.

**Un miembro** destacó que todavía se requiere de un mayor relajamiento monetario para apoyar la recuperación económica. Señaló que ante la falta de apoyo fiscal, la situación recesiva y la lenta recuperación que se anticipa, se debe profundizar el relajamiento, si bien reconoció que la política monetaria no es el instrumento ideal para impulsar la recuperación. Notó que las posturas monetarias absoluta y relativa aún presentan cierto margen para reducir la tasa de referencia. Sostuvo que la política monetaria global altamente acomodaticia, la menor aversión al riesgo y un nivel bajo de la tasa neutral de interés de corto plazo, favorecen tasas internas bajas. Apuntó que la postura fiscal no representa un riesgo para la estabilidad de precios, pues al mantener una postura conservadora en precios públicos incluso alivia presiones sobre la inflación. Detalló que si bien la postura fiscal no ha sido contra-cíclica, no habrá un endeudamiento excesivo como en otros países, lo que contribuirá a aliviar las presiones sobre el tipo de cambio y fomentará el sano desarrollo de los mercados financieros.

Consideró que los beneficios de una postura más laxa son cada vez más marginales y que esta puede traer consecuencias no deseadas para la estabilidad financiera. Agregó que una limitante al crecimiento del crédito es su débil demanda para proyectos de inversión ante factores ajenos a la política monetaria, como la holgura económica y el ambiente de incertidumbre. Destacó que una postura demasiado laxa reduce el incentivo al ahorro, la disponibilidad de fondos para invertir y la rentabilidad del sistema bancario, lo cual puede conducir a una flexibilización de los estándares crediticios. Mencionó que la reducción de la tasa de referencia puede distorsionar la calibración de los riesgos implícita en los precios de los activos financieros de las empresas al incrementar de manera artificial la valuación de aquellas que no son rentables. También mostró preocupación porque la reducción en la inflación se ha sustentado más en el componente no subyacente

y menos en el subyacente, pese a la amplia holgura económica. Señaló que se anticipa un aumento en los salarios medios en el contexto de una reducción de las utilidades de las empresas y que las expectativas de inflación se encuentran por encima del objetivo, lo que refleja el riesgo de un desanclaje de las mismas. Resaltó que ante el aumento transitorio que se prevé en la trayectoria de la inflación en los próximos meses se debe tener cautela al evaluar la conveniencia de aumentar el ritmo de relajamiento. Opinó que se desaprovecharon, desafortunadamente, las oportunidades que se presentaron en noviembre y diciembre para profundizar la postura acomodaticia y ahora se enfrenta una última ventana de oportunidad para instrumentar una mayor relajación monetaria que ayudará a mitigar los efectos de la recesión económica, antes de enfrentar un periodo que promete ser difícil. Consideró que ahora, por algunos meses se debe actuar con cautela dado que en la coyuntura pueden surgir límites a la política monetaria con riesgos significativos para el desanclaje de las expectativas inflacionarias y la credibilidad del Banco Central. En este contexto, apuntó que una pausa puede ser cada vez más necesaria conforme pase el tiempo y que esta decisión será producto de una reflexión cuidadosa, antes de que aparezca la burbuja de inflación que se anticipa para el segundo trimestre y en un escenario en que no se observe una menor persistencia en la inflación en comparación a la trayectoria esperada. Agregó que ahora se presenta una ventana de oportunidad para instrumentar un mayor relajamiento monetario, que ayudará a mitigar los efectos de la recesión, antes de enfrentar un periodo que será difícil.

### **3. DECISIÓN DE POLÍTICA MONETARIA**

Los riesgos a los que están sujetos la inflación, la actividad económica y los mercados financieros,

plantean retos importantes para la política monetaria y la economía. Al respecto, es necesario propiciar un ajuste ordenado y que permita un cambio en precios relativos sin afectar el proceso de formación de precios y las expectativas de inflación. Considerando que la información reciente permite un ajuste en la postura monetaria, manteniendo las previsiones de inflación en línea con la trayectoria convergente hacia la meta de 3%, con la presencia de todos sus miembros, la Junta de Gobierno decidió por unanimidad reducir en 25 puntos base el objetivo para la Tasa de Interés Interbancaria a un día a un nivel de 4.00%. Hacia delante, la conducción de la política monetaria dependerá de la evolución de los factores que inciden en la inflación general y subyacente, en sus trayectorias previstas en el horizonte de pronóstico y en sus expectativas.

La Junta de Gobierno tomará las acciones 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, Galia Borja Gómez, Irene Espinosa Cantellano, Gerardo Esquivel Hernández y Jonathan Ernest Heath Constable votaron a favor de reducir en 25 puntos base el objetivo para la Tasa de Interés Interbancaria a un día a un nivel de 4.00%.

## ANEXO

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

### A.1. Condiciones externas

#### A.1.1. Actividad económica mundial

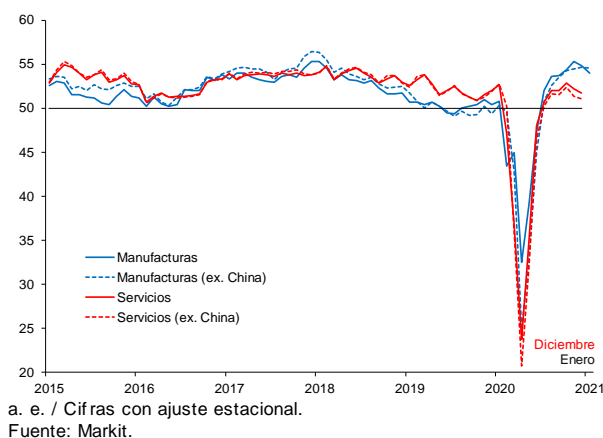
La información disponible para el cuarto trimestre de 2020 sugiere que la actividad económica mundial continuó recuperándose, si bien a un ritmo más moderado que en el tercero y con heterogeneidad entre países y sectores. En varios países la recuperación económica se ha visto afectada por el rebrote de casos de COVID-19 y la imposición de nuevas medidas de confinamiento, las cuales han afectado principalmente al sector de servicios. En contraste, el comercio internacional y la actividad industrial global siguieron recuperándose. Indicadores prospectivos y de mayor frecuencia sugieren que la debilidad de la actividad económica en algunas economías pudiera persistir a principios de este año (Gráfica 1).

La inflación mundial ha reflejado las afectaciones económicas derivadas de la pandemia y de las medidas adoptadas para su contención. Así, la inflación general en las economías avanzadas permanece por debajo de los objetivos de sus respectivos bancos centrales, mientras que en las emergentes ha mostrado un comportamiento más heterogéneo. En este entorno, las autoridades han mantenido y, en algunos casos, ampliado o extendido sus estímulos fiscales y monetarios para mitigar los efectos adversos de la pandemia. Asimismo, los bancos centrales reiteraron su intención de mantener posturas monetarias acomodaticias por un periodo prolongado. Los factores anteriores, aunados a las condiciones de amplia liquidez derivadas de una política monetaria altamente acomodaticia, continuaron contribuyendo a un comportamiento favorable en los mercados financieros, si bien con ciertos episodios de volatilidad.

<sup>1</sup> Expresado como tasa trimestral anualizada y ajustada por estacionalidad, el crecimiento del PIB de Estados Unidos en el tercer trimestre del año fue de 33.4% y en el cuarto de 4%.

**Gráfica 1**  
**Global: Índice de Gerentes de Compras: Producción**

Índice de difusión, a. e.



En Estados Unidos, la actividad económica siguió recuperándose en el cuarto trimestre de 2020, si bien a un ritmo más moderado que en el tercero, al pasar de un crecimiento trimestral ajustado por estacionalidad de 7.5% a uno de 1% (Gráfica 2).<sup>1</sup> El crecimiento del cuarto trimestre reflejó principalmente el continuo repunte de la inversión, tanto en el rubro de negocios como en el residencial y, la acumulación de inventarios. Por su parte, la expansión del consumo privado mostró una desaceleración que se puede asociar al surgimiento de nuevos casos de COVID-19 y al impacto negativo en el ingreso personal disponible de la expiración de algunos apoyos gubernamentales. A pesar de la recuperación registrada en la segunda mitad de 2020, el nivel del PIB aún se ubica 2.5% por debajo del registrado previo a la pandemia.

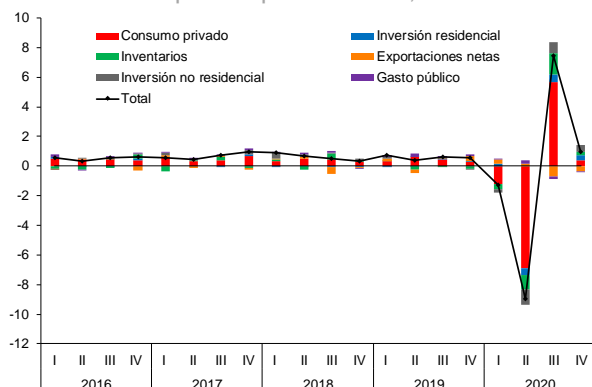
La producción industrial de Estados Unidos aceleró su ritmo de expansión en diciembre, al crecer 1.6% a tasa mensual ajustada por estacionalidad, reflejando, en gran medida, una expansión en el rubro de electricidad y gas derivada de un repunte en la demanda por calefacción. Por su parte, la actividad minera siguió siendo apoyada por el mayor ritmo de perforación y extracción de petróleo y gas, mientras que la actividad manufacturera continuó recuperándose gradualmente. En este contexto, el índice de gerentes de compras del sector manufacturero (*PMI*)<sup>2</sup> siguió aumentando en enero,

<sup>2</sup> Los acrónimos y palabras en algún idioma distinto del español han sido escritos en letra cursiva.

sugiriendo que la expansión de dicho sector continuaría a principios de 2021.

## Gráfica 2 EUA: PIB Real y Componentes

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



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

El mercado laboral en Estados Unidos se recuperó a inicios de 2021, aunque a un ritmo moderado. En particular, en enero la nómina no agrícola registró un alza de 49 mil plazas, luego de registrar una caída de 227 mil plazas en diciembre. Esta débil recuperación fue consecuencia de caídas del empleo en algunos sectores como el de transporte y almacenamiento, las manufacturas, la construcción, las ventas al menudeo y la hospitalidad y el ocio, toda vez que otras actividades, tales como los servicios profesionales, financieros y comercio al menudeo, siguieron mostrando dinamismo en la creación de empleos. Por su parte, la tasa de desempleo disminuyó de 6.7% en diciembre a 6.3% en enero debido, en parte, a la menor tasa de participación laboral. En cuanto a las solicitudes iniciales de seguro de desempleo, luego de repuntar desde finales de noviembre, alcanzando un nivel de 927 mil nuevas solicitudes en la semana que concluyó el 9 de enero, en la semana que concluyó el 30 de enero, estas disminuyeron nuevamente a un nivel de 779 mil nuevas solicitudes.

A finales de diciembre de 2020, en Estados Unidos se aprobó un nuevo paquete para apoyar la recuperación de esa economía por un monto de 935 mil millones de dólares. Adicionalmente, en enero de este año, la nueva administración dio a conocer una nueva propuesta de estímulo fiscal por 1.9 billones

de dólares que, de ser aprobada, aumentaría y extendería la vigencia del pago suplementario por seguro de desempleo, incrementaría el monto de los pagos directos y destinaría mayores recursos para el combate a la pandemia, entre otras medidas.

En la zona del euro, la actividad económica se contrajo a una tasa trimestral ajustada por estacionalidad de 0.7%, luego de registrar un crecimiento de 12.4% en el tercero.<sup>3</sup> Al interior de la zona del euro, se observó un comportamiento heterogéneo entre países y sectores, reflejando diferencias en la magnitud del rebrote en los contagios de COVID-19 y de las medidas de contención implementadas. En cuanto al mercado laboral, la tasa de desempleo se mantuvo sin cambio en 8.3% entre noviembre y diciembre. Por su parte, indicadores más oportunos, tales como la confianza de los consumidores y los *PMI*, sugieren que las medidas de distanciamiento social seguirán afectando la actividad económica a principios de 2021.

En el Reino Unido, después de que el PIB creciera a una tasa trimestral ajustada por estacionalidad de 16% en el tercer trimestre de 2020,<sup>4</sup> los indicadores oportunos apuntan a un debilitamiento de la actividad económica en el cuarto trimestre de ese año. Dicho deterioro reflejaría una moderación de la inversión de los negocios y, en menor medida, del gasto público, así como afectaciones en el consumo privado asociadas a la imposición de nuevas medidas de confinamiento en algunas regiones del país. En cuanto al mercado laboral, la tasa de desempleo aumentó de 4.9% en el trimestre de agosto a octubre a 5.0% en el trimestre de septiembre a noviembre. Además, indicadores como los *PMI* y otros de movilidad sugieren un mayor debilitamiento de la actividad económica a principios de este año. Cabe mencionar que el 24 de diciembre de 2020 se firmó el acuerdo preliminar comercial y de cooperación entre el Reino Unido y la Unión Europea. No obstante este acuerdo, aún debe lograrse un memorando de entendimiento entre ambas partes para negociar los aspectos faltantes, particularmente en lo relativo a los servicios financieros.

En Japón, los indicadores disponibles al cuarto trimestre sugieren que la actividad económica se moderó, luego de haberse expandido a una tasa trimestral ajustada por estacionalidad de 5.3% en el

<sup>3</sup> Expresado como tasa trimestral anualizada y ajustada por estacionalidad, el crecimiento del PIB de la zona del euro en el cuarto trimestre fue de 2.8% y de 59.9% en el tercero.

<sup>4</sup> Expresado como tasa trimestral anualizada y ajustada por estacionalidad, el crecimiento del PIB del Reino Unido en el tercer trimestre del año fue de 81.1%.



tercer trimestre.<sup>5</sup> Algunos indicadores de consumo se deterioraron a partir de diciembre ante la suspensión de los programas de subsidios al turismo y la imposición de nuevas restricciones a los negocios en respuesta al incremento de casos de COVID-19. En contraste, las exportaciones y la inversión mostraron una recuperación. Respecto al mercado laboral, la tasa de desempleo se mantuvo sin cambio en 2.9% entre noviembre y diciembre. Se prevé que la declaración de estado de emergencia anunciada a principios de 2021 acentúe la debilidad de dicha economía en el primer trimestre de 2021. En este sentido, los *PMI* disminuyeron en enero, manteniéndose en zona de contracción.

En las economías emergentes, los indicadores disponibles al cuarto trimestre de 2020 sugieren que este grupo de países también continuó recuperándose, si bien a un ritmo más moderado y diferenciado entre países y sectores. En China, el PIB aceleró su ritmo de expansión, al pasar de una tasa anual de 4.9% en el tercer trimestre a una de 6.5% en el cuarto. El buen desempeño de esa economía ha favorecido un repunte en el desempeño de algunas otras economías emergentes de Asia. En contraste, las economías de América Latina moderaron su ritmo de recuperación, reflejando, en parte, la reimposición de restricciones a la movilidad para hacer frente al rebrote de casos de COVID-19.

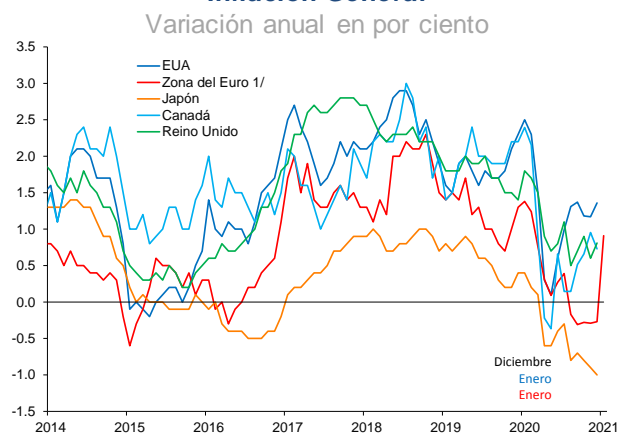
Los precios internacionales de las materias primas registraron, en general, un comportamiento al alza desde la última decisión de política monetaria en México, si bien algunos han mostrado cierta moderación. En particular, los precios del petróleo se vieron impulsados por la decisión de Arabia Saudita de implementar un recorte adicional a su producción durante febrero y marzo de 2021, así como por la caída reciente en los inventarios de crudo estadounidenses y por el optimismo generado por la expectativa de un nuevo paquete de estímulo fiscal en Estados Unidos. Por su parte, los precios de los granos han sido apoyados por las menores cosechas en Estados Unidos ante las cambiantes condiciones climáticas que han afectado a los cultivos. Finalmente, el crecimiento de los precios de los metales industriales se ha moderado ante un menor dinamismo de la actividad mundial asociado con el restablecimiento de medidas de confinamiento en diversos países.

<sup>5</sup> Expresado como tasa trimestral anualizada y ajustada por estacionalidad, el crecimiento del PIB de Japón en el tercer trimestre del año fue de 22.9%.

## A.1.2. Política monetaria y mercados financieros internacionales

La inflación a nivel mundial continúa sujeta a las afectaciones económicas derivadas de la pandemia y de las medidas implementadas para su contención. Durante el cuarto trimestre de 2020 la inflación general en algunas de las principales economías avanzadas mostró cierta estabilización, reflejando el efecto de los subsidios y recortes de impuestos que se implementaron en algunos países, así como la persistente debilidad en los precios de los servicios (Gráfica 3). La inflación en dichas economías permanece por debajo de los objetivos de sus respectivos bancos centrales. Por su parte, las expectativas de inflación derivadas de instrumentos financieros para estas economías, luego de registrar una disminución derivada de la crisis sanitaria, han mostrado en general cierta recuperación, alcanzando niveles por encima o alrededor del nivel registrado a inicios de 2020, con excepción de Japón.

**Gráfica 3**  
**Economías Avanzadas Seleccionadas:**  
**Inflación General**



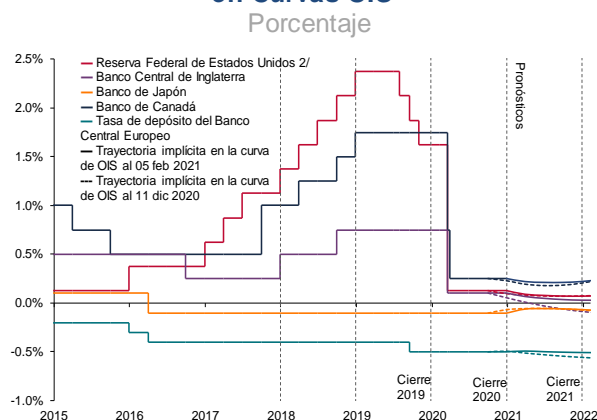
Fuente: Bureau of Labor Statistics, Eurostat, Bank of Japan, Statistics Canada, Office of National Statistics.

Por su parte, si bien en la mayoría de las principales economías emergentes la inflación general continúa por debajo del nivel registrado previo a la pandemia, esta mostró un comportamiento heterogéneo durante el cuarto trimestre de 2020, registrándose alzas y disminuciones en un número similar de economías. Así, en algunos países como Colombia, Hungría y Polonia, continuaron dominando las presiones a la baja derivadas de la pandemia sobre

los precios de algunos bienes y servicios, mientras que en países como Brasil, Rusia y Turquía, la inflación ha registrado aumentos provenientes, en gran medida, de incrementos en los precios de los alimentos, choques de oferta y los efectos de la depreciación de sus divisas.

En este entorno, los bancos centrales de las principales economías avanzadas mantuvieron sus tasas de interés de referencia en niveles históricamente bajos y siguieron utilizando su balance para preservar condiciones de financiamiento favorables y, así, apoyar la provisión de crédito, impulsar la actividad económica y procurar la convergencia de la inflación a sus respectivos objetivos de largo plazo. Además, reiteraron su intención de mantener posturas monetarias acomodaticias por un periodo prolongado hasta que la inflación alcance de manera sostenida sus metas. En este contexto, las expectativas extraídas de instrumentos de mercado siguen anticipando que dichos bancos centrales mantendrán una postura de política monetaria altamente acomodaticia (Gráfica 4).

**Gráfica 4**  
**Tasas de Referencia y Trayectorias Implícitas en Curvas OIS<sup>1/</sup>**



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 enero, la Reserva Federal mantuvo sin cambio su rango de entre 0 y 0.25% para la tasa de interés de fondos federales y reiteró que será apropiado mantenerlo en ese nivel hasta que las condiciones del mercado laboral hayan alcanzado niveles consistentes con

su estimación de máximo empleo y que la inflación haya aumentado a 2% y esté encaminada a exceder moderadamente esta tasa durante algún tiempo. 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 la Junta de Gobierno de dicha Institución señaló en conferencia de prensa que es prematuro discutir sobre la fecha en la que reducirán su programa de compra de activos. En este contexto, con datos a febrero, la trayectoria implícita de futuros de la tasa de fondos federales no refleja cambios en la tasa de referencia entre 2021 y 2023.

ii) En su reunión de enero, el Banco Central Europeo reiteró su postura de política monetaria altamente acomodaticia y 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 dicha convergencia se refleje en la dinámica de la inflación subyacente. Asimismo, mantuvo sin cambio sus programas de compras de activos y precisó que, si las condiciones financieras se mantienen favorables, puede no ser necesario agotar el monto total de su programa de emergencia por la pandemia (1.85 billones de euros) y que dicho monto puede ser recalibrado para ayudar a contrarrestar el impacto negativo de la pandemia sobre la trayectoria de la inflación.

iii) En su reunión de enero, 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%. Asimismo, extendió por un año el plazo para los desembolsos de préstamos bajo sus programas de provisión de fondos para estimular el crédito bancario y para apoyar el fortalecimiento de las bases del crecimiento económico. Respecto a la revisión de su marco de política monetaria, el Gobernador de esa Institución reiteró que, si bien considera que el control de la curva de rendimientos ha funcionado bien y no es necesario modificarlo, sus operaciones están bajo revisión a fin de lograr un relajamiento monetario más efectivo y ágil.

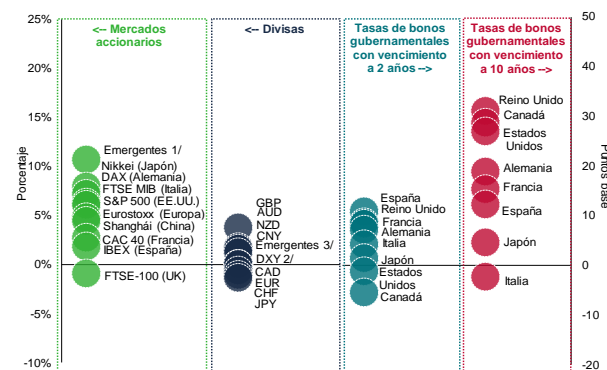
iv) En su reunión de febrero, el Banco de Inglaterra mantuvo sin cambio su tasa de interés de referencia en 0.10% y su programa de compra de bonos gubernamentales en 875 mil millones de libras y la compra de bonos de empresas no financieras en 20 mil millones. Por otro lado, en las minutas de dicha reunión el Comité consideró que, si bien no desea enviar una señal de establecer una tasa de interés negativa en algún momento en el futuro, sería apropiado comenzar con los preparativos en el sistema financiero para contar con la capacidad de operar en un entorno de tasas de interés negativas en el caso eventual de que dicha medida fuera adoptada por esa Institución. Asimismo, señaló nuevamente que no tiene la intención de endurecer su postura de política monetaria, al menos hasta que exista evidencia clara de que se están logrando avances significativos en eliminar la holgura del uso de la capacidad productiva y alcanzar su meta de inflación de 2% de manera sostenible.

En las principales economías emergentes, desde la última decisión de política monetaria en México todos los bancos centrales mantuvieron sin cambio sus tasas de interés de referencia, con excepción de Turquía, que aumentó su tasa de interés. Asimismo, en general, los bancos centrales decidieron mantener medidas para proveer crédito, suministrar liquidez y fomentar el buen funcionamiento de los mercados financieros.

En el contexto descrito para la actividad económica mundial, los mercados financieros internacionales mostraron, en general, un comportamiento favorable, asociado a las condiciones de amplia liquidez derivadas de una política monetaria acomodaticia en economías de importancia sistémica, a los avances globales en la producción y aplicación de vacunas contra el COVID-19, a la conclusión del proceso electoral en Estados Unidos, a la aprobación de un paquete de estímulo fiscal en dicho país a finales de 2020, a la expectativa de la aprobación de un importante paquete de estímulo fiscal adicional propuesto por la nueva administración de ese país y, a la firma de un acuerdo comercial entre el Reino Unido y la Unión Europea a finales de 2020. No obstante, durante el periodo se presentaron algunos episodios de mayor volatilidad y menor apetito por riesgo, ante el aumento en el número de casos de COVID-19 en diversos países, el surgimiento de cepas más contagiosas, el anuncio de nuevas restricciones a la movilidad y algunos retrasos en la producción y distribución de vacunas alrededor del mundo. En

este entorno, los activos financieros de las economías avanzadas presentaron movimientos positivos durante el periodo. Por un lado, se registraron ganancias en la mayoría de los principales índices accionarios, mientras que en los mercados cambiarios el dólar registró movimientos acotados. Por otro lado, las tasas de interés de bonos gubernamentales de largo plazo mostraron aumentos moderados, destacando el caso de Estados Unidos (Gráfica 5). En cuanto a las economías emergentes, estas registraron entradas netas de capitales, tanto a activos de renta fija como variable, si bien con cierta volatilidad. Por su parte, los mercados accionarios de estas economías siguieron exhibiendo ganancias a finales de 2020, si bien se observaron caídas durante enero, mientras que sus divisas registraron movimientos mixtos y diferenciados por región (Gráfica 6).

**Gráfica 5**  
**Variación de Indicadores Financieros**  
**Seleccionados del 11 de diciembre de 2020 al 5 de febrero 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 11 de diciembre de 2020

Porcentaje, puntos base

Región	País	Divisas	Bolsas	Tasas de interés 2A	Tasas de interés 10A	CDS
América Latina	México	-0.30%	1.22%	-18	-13	-11
	Brasil	-6.78%	3.97%	80	34	-5
	Chile	-0.38%	9.55%	18	23	-4
	Colombia	-3.25%	-0.52%	-42	4	4
Europa emergente	Rusia	-1.89%	4.96%	19	9	6
	Polonia	-1.40%	3.36%	8	21	-8
	Turquía	9.51%	12.03%	4	-22	-97
	Rep. Checa	1.74%	10.03%	26	29	-1
	Hungría	-1.82%	7.62%	14	33	-1
Asia	China	1.40%	5.53%	-15	2	0
	Malasia	-0.42%	-6.60%	-3	-7	-1
	India	0.93%	11.39%	65	67	1
	Filipinas	0.05%	-3.06%	-2	25	1
	Tailandia	0.00%	2.28%	6	14	0
	Indonesia	0.55%	4.56%	48	8	6
África	Sudáfrica	1.43%	9.54%	12	-10	1

Nota: Las tasas de interés corresponden a las tasas swap a un plazo de dos y diez años, con excepción de Indonesia, Turquía, Colombia y México, en donde se utiliza como referencia los valores gubernamentales de dichos plazos.

Fuente: Bloomberg.

Hacia delante, persisten riesgos para el crecimiento mundial y la estabilidad de los mercados financieros internacionales asociados a la evolución de la pandemia, a retrasos en la producción y distribución de vacunas, a los altos niveles de deuda pública y privada, a problemas de insolvencia y quiebra de empresas, a posibles distorsiones en la valuación de algunos activos financieros, a un agravamiento de los conflictos geopolíticos y sociales en diversas regiones del mundo, a los efectos de la degradación ambiental, a la suficiencia de estímulos fiscales y a afectaciones al PIB potencial de algunas economías.

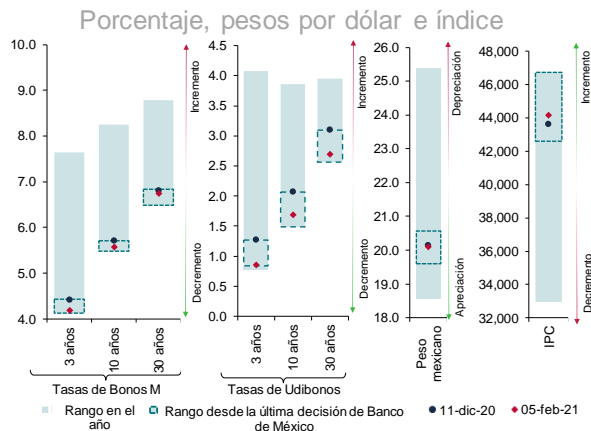
## A.2. Evolución de la economía mexicana

### A.2.1. Mercados en México

Desde la última decisión de política monetaria a la fecha, los precios de los activos financieros en México operaron en rangos acotados (Gráfica 7). Lo anterior se presentó en un contexto en el que persisten preocupaciones a nivel mundial en torno al incremento en los casos de COVID-19, el ritmo de producción, distribución y aplicación de las vacunas y, en el que se mantiene la expectativa de que los bancos centrales de economías desarrolladas mantengan una postura acomodaticia por un periodo prolongado.

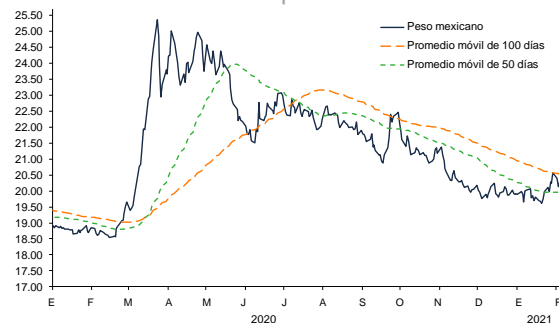
En el caso de la moneda nacional, esta operó en un rango entre 19.60 y 20.60 pesos por dólar, finalizando el periodo con una depreciación de 0.60% (Gráfica 8). Ello en un contexto en el que las condiciones de operación, tanto realizadas como prospectivas, mostraron un deterioro respecto al periodo de la decisión pasada, aunque mejores que las observadas en marzo de 2020.

## Gráfica 7 Desempeño y Condiciones de Operación de Mercados Mexicanos



Fuente: Elaboración de Banco de México

## Gráfica 8 Tipo de Cambio del Peso Mexicano con Promedios Móviles

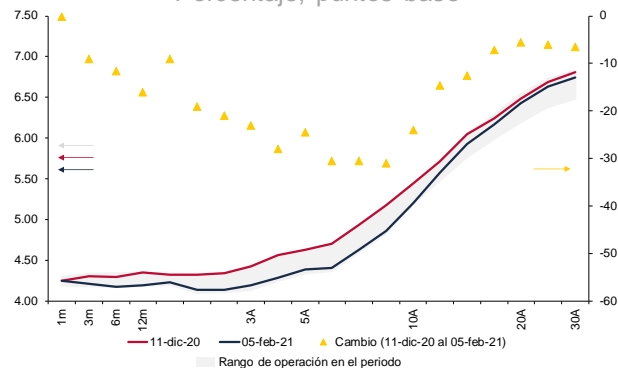


Fuente: Elaboración de Banco de México

Por su parte, las tasas de interés de los valores gubernamentales presentaron disminuciones en todos sus plazos, siendo más notorios en la parte corta y media de la curva de rendimientos (Gráfica 9). Lo anterior provocó un aumento del diferencial de 3 años - 30 años de 22 puntos base. A su vez, la curva de rendimientos de instrumentos a tasa real mostró una dinámica similar, aunque de mayor magnitud, a la observada en las tasas nominales. En este contexto, las primas de compensación por inflación y riesgo inflacionario implícitas en los diferenciales entre las tasas nominales y reales de

instrumentos de mercado presentaron incrementos importantes desde la decisión de política monetaria de diciembre (Gráfica 10). Cabe destacar que estos movimientos ocurrieron en un entorno en el que las condiciones de operación registraron una mejoría respecto de las observadas en el periodo de la decisión de política monetaria anterior.

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



Fuente: PIP

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

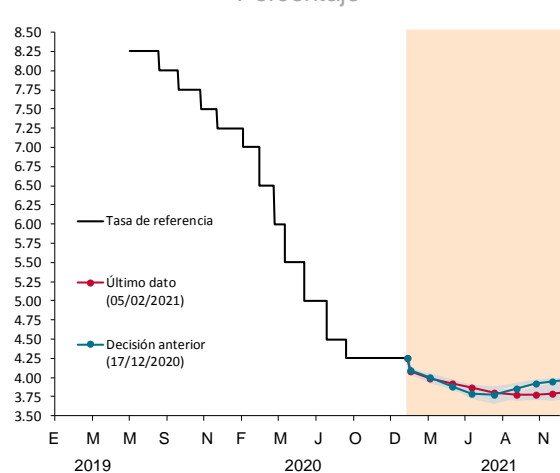


Fuente: PIP

En 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 descuenta con 64% de probabilidad que la tasa objetivo disminuya 25 puntos base en la decisión de febrero (Gráfica 11). De manera relacionada, las expectativas del consenso de los

analistas encuestados por Citibanamex anticipan que la tasa de interés de referencia se ubique en 4.00%. Respecto del cierre de 2021, las variables de mercado anticipan un nivel para la tasa objetivo de 3.80%, mientras que la mediana de la mencionada encuesta a economistas se encuentra en un nivel de 3.75%.

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



Fuente: Elaboración de Banco de México con datos Bloomberg.

## A.2.2. Actividad económica en México

De acuerdo con la estimación oportuna del PIB de México publicada por el INEGI, en el cuarto trimestre de 2020, la actividad económica continuó con la reactivación iniciada en el trimestre previo, si bien a un ritmo más moderado y permaneciendo por debajo de los niveles previos a la pandemia (Gráfica 12). Se estima que al cierre del año se haya presentado un debilitamiento de la actividad económica derivado del recrudecimiento de la pandemia y de las nuevas restricciones a la producción y movilidad implementadas en diferentes entidades para hacerle frente.

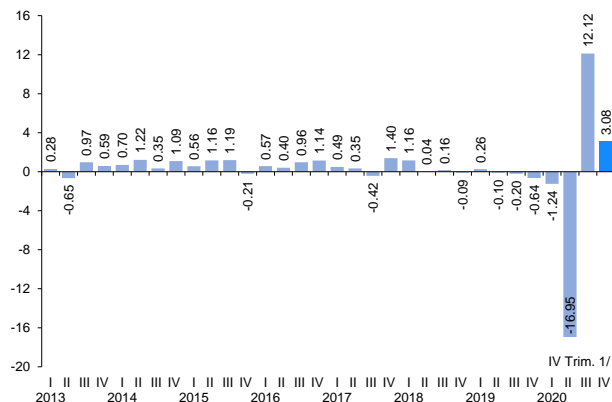
Con relación a la demanda externa, en el periodo octubre – diciembre continuó el relativo buen desempeño de las exportaciones, luego de la importante recuperación que presentaron en el tercer trimestre, ubicándose a finales de 2020 por arriba del valor registrado en febrero. Dicha reactivación provino, tanto del dinamismo de las exportaciones automotrices, como del resto de las



exportaciones manufactureras, principalmente las dirigidas a Estados Unidos (Gráfica 13).<sup>6</sup>

**Gráfica 12**  
**Producto Interno Bruto**

Variaciones porcentuales trimestrales, a. e.



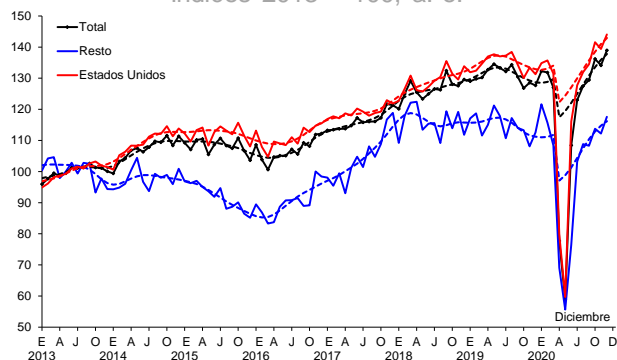
a. e. / Cifras con ajuste estacional.

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

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

**Gráfica 13**  
**Exportaciones Manufactureras Totales**

Índices 2013 = 100, a. e.



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

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

De acuerdo con su indicador mensual, en noviembre de 2020 continuó la gradual recuperación del consumo privado. A su interior, el componente de origen importado presentó un importante repunte, al tiempo que se mantuvo la lenta reactivación del rubro de origen nacional. Indicadores oportunos sugieren que este indicador habría presentado debilidad hacia finales de 2020 y principios de 2021. En particular, en diciembre y enero las ventas de la

ANTAD presentaron una notoria contracción, revirtiendo buena parte de la recuperación observada en el segundo semestre de 2020, en tanto que en ese mismo periodo las ventas de vehículos ligeros exhibieron atonía. Por su parte, en noviembre la inversión fija bruta mantuvo una lenta recuperación, ubicándose aún significativamente por debajo de los niveles reportados a principios de 2020. Al interior de dicho indicador, tanto la inversión en construcción como el gasto en maquinaria y equipo siguieron reactivándose gradualmente.

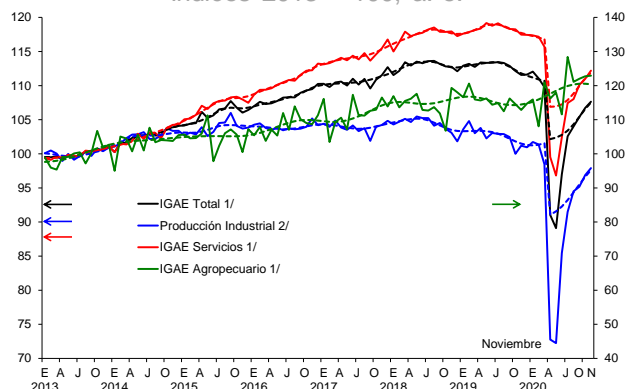
Por el lado de la producción, en noviembre de 2020 la actividad productiva continuó exhibiendo una moderada recuperación, si bien con una desaceleración en su ritmo de reactivación y ubicándose aún por debajo de su nivel previo a la pandemia (Gráfica 14). En particular, las actividades terciarias siguieron mejorando paulatinamente, si bien con heterogeneidad entre sus sectores. Destacaron los incrementos observados en los servicios de transporte e información en medios masivos; en el comercio y, en los servicios de alojamiento temporal y de preparación de alimentos y bebidas. Por el contrario, los servicios educativos y de salud y los servicios profesionales, corporativos y de apoyo a los negocios presentaron retrocesos. Por su parte, el desempeño de la actividad industrial estuvo asociado a una moderada reactivación de la construcción, mientras que la minería y, principalmente, las manufacturas presentaron una importante desaceleración en su ritmo de crecimiento (Gráfica 15).

<sup>6</sup> Se refiere al valor de las exportaciones de mercancías en dólares corrientes. Dicho valor difiere del reportado para las exportaciones de bienes en el Sistema de Cuentas Nacional de

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

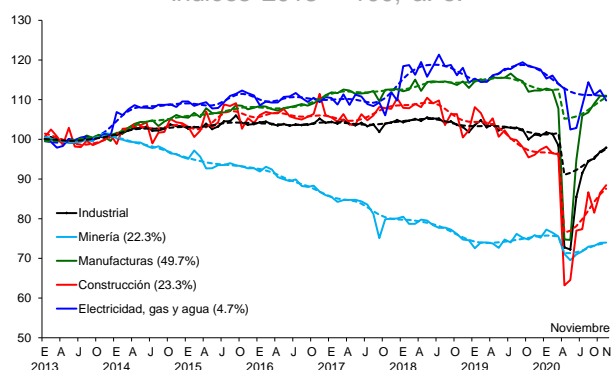


**Gráfica 14**  
**Indicador Global de la Actividad Económica**  
Índices 2013 = 100, a. e.



a. e. / Serie con ajuste estacional y serie de tendencia. La primera se representa con la línea sólida y la segunda con la punteada.  
Fuente: Sistema de Cuentas Nacionales de México (SCNM), INEGI.

**Gráfica 15**  
**Actividad Industrial 1/**  
Índices 2013 = 100, a. e.

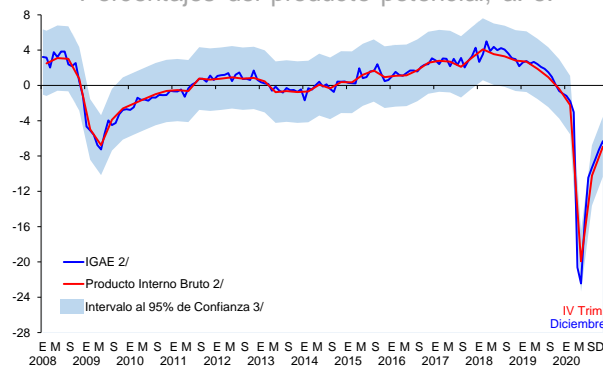


a. e. / Serie con ajuste estacional y serie de tendencia. La primera se representa con la línea sólida y la segunda con la punteada.  
1/ Las cifras entre paréntesis corresponden a su participación en el total en 2013.  
Fuente: Sistema de Cuentas Nacionales de México (SCNM), INEGI.

En cuanto a la posición cíclica de la economía, las condiciones de holgura se redujeron de manera gradual en octubre y noviembre y se anticipa que hayan mostrado cierto retroceso en diciembre, manteniéndose con una magnitud considerable (Gráfica 16). Por su parte, en noviembre y diciembre, diversos indicadores del mercado laboral frenaron la moderada recuperación registrada en los meses previos. Si bien tanto la tasa de desocupación nacional como la urbana continuaron disminuyendo (Gráfica 17), esto se presentó en un contexto en el que la participación laboral y la población ocupada hilaron dos meses consecutivos con reducciones. Adicionalmente, la población fuera de la fuerza laboral disponible para trabajar aumentó. A su vez, la creación de puestos de trabajo afiliados al IMSS continuó exhibiendo una paulatina recuperación,

situándose a finales de 2020 aún significativamente por debajo del nivel reportado en febrero con cifras ajustadas por estacionalidad. Finalmente, en noviembre el costo unitario de la mano de obra en el sector manufacturero se ubicó ligeramente por arriba del nivel reportado previo a la emergencia sanitaria (Gráfica 18).

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



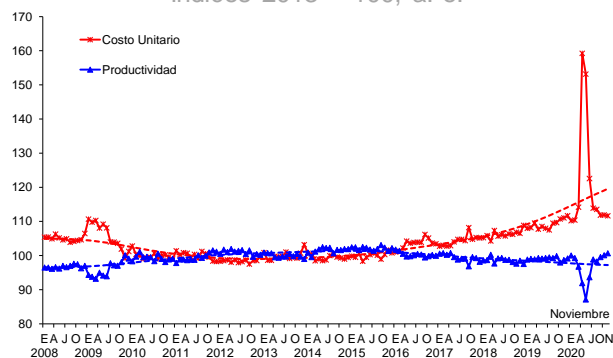
a. e. / Elaboración a partir de cifras con ajuste estacional.  
1/ Estimadas con el filtro de Hodrick-Prescott con corrección de colas; ver Banco de México (2009), "Informe sobre la Inflación, Abril-Junio 2009", pág. 74.  
2/ Cifras del PIB oportuno al cuarto trimestre de 2020 y del IGAE implícito a diciembre de 2020, congruente con dicha cifra oportuna.  
3/ Intervalo de confianza de la brecha del producto calculado con un método de componentes no observados.  
4/ Excluye la extracción de petróleo y gas, los servicios relacionados con la minería y la fabricación de productos derivados del petróleo y del carbón.  
Fuente: Elaboración de Banco de México con información del INEGI.

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



s. o. / Serie original.  
Fuente: Elaboración de Banco de México con información de la ENOE, ETOE (de abril a junio de 2020) y ENOE nueva edición (ENOE<sup>N</sup>) (de julio en adelante).

**Gráfica 18**  
**Productividad y Costo Unitario de la Mano de**  
**Obra en el Sector Manufacturero <sup>1/</sup>**  
 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.

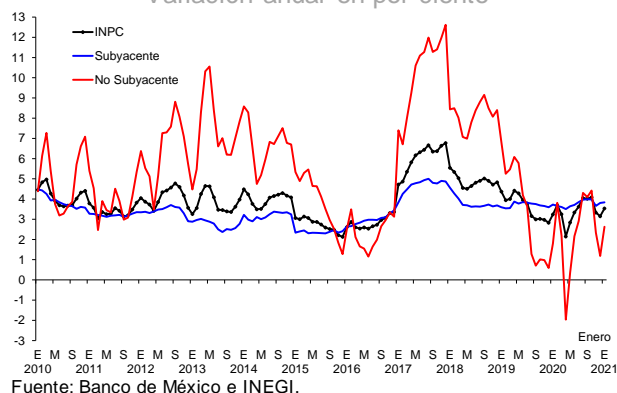
En diciembre de 2020, el financiamiento interno a las empresas registró una contracción a tasa anual por séptimo mes consecutivo, extendiendo la pérdida de dinamismo que se ha observado desde mayo de ese año. Lo anterior ha sido resultado en parte de una reducción del crédito bancario tanto a las empresas de menor tamaño –segmento que ha mostrado una disminución a tasa anual desde el primer trimestre de 2019–, como a las empresas grandes –segmento que en el cuarto trimestre del año continuó presentado un debilitamiento en su demanda por este tipo de financiamiento respecto del nivel que presentó al inicio de la pandemia–. Asimismo, las condiciones de otorgamiento siguieron siendo estrechas para los dos segmentos de empresas respecto al inicio de la pandemia. En tanto, la colocación de deuda corporativa por parte de las empresas emisoras ha disminuido a partir de octubre, luego del mayor dinamismo registrado en el tercer trimestre. Respecto del crédito a los hogares, por segundo trimestre consecutivo la cartera de vivienda continuó exhibiendo un repunte en su crecimiento debido a un incremento en la colocación de créditos para la adquisición de vivienda. A su vez, la cartera de crédito bancario vigente al consumo siguió contrayéndose en todos sus segmentos, con excepción de los créditos de nómina, en un contexto en donde las condiciones de otorgamiento de crédito a los hogares siguen siendo estrechas en general. En cuanto a las tasas de interés del crédito bancario a las empresas, estas han seguido en general la dinámica de la tasa de fondeo bancario. Asimismo, si bien los márgenes de intermediación se mantienen en niveles superiores a los observados

antes de la pandemia, estos han mostrado en el margen una incipiente tendencia a reducirse. A su vez, en noviembre, las tasas de interés del crédito a la vivienda extendieron la tendencia a la baja que se observó a lo largo del año, mientras que las de tarjetas de crédito mantuvieron en octubre la estabilidad observada durante 2020. Con relación a la calidad de la cartera, los índices de morosidad del crédito a las empresas e hipotecario, aunque se mantuvieron en niveles bajos, mostraron un incipiente incremento, al tiempo que los correspondientes al consumo permanecieron en niveles elevados y aumentaron por tercer mes consecutivo, luego de haber presentado reducciones en meses previos.

### A.2.3. Comportamiento y perspectivas de la inflación

Entre noviembre de 2020 y enero de 2021 la inflación general anual pasó de 3.33 a 3.54%. Este resultado se explicó por un aumento de cerca de 12 puntos base en la contribución del componente subyacente y de cerca de 8 puntos base en la del no subyacente (Gráfica 19 y Cuadro 1).

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

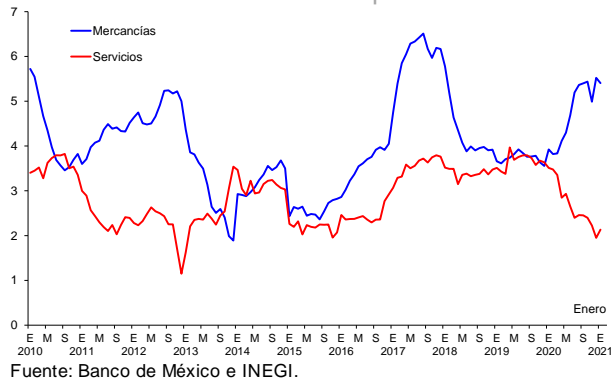


Fuente: Banco de México e INEGI.

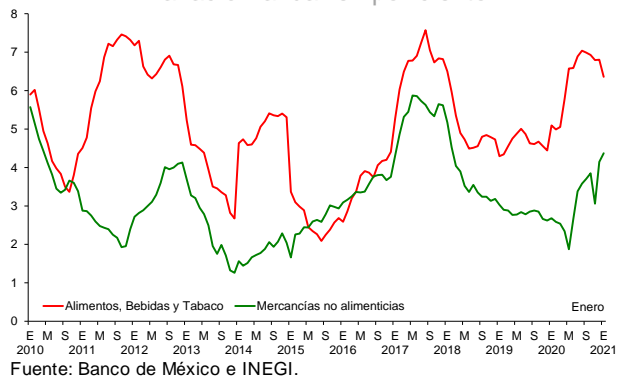
La inflación subyacente siguió siendo afectada por los choques a los que ha dado lugar la pandemia de COVID-19 y que se han manifestado en un cambio en precios relativos, con presiones al alza en la inflación de las mercancías y a la baja en la de los servicios. En particular, entre noviembre de 2020 y enero de 2021, la inflación subyacente anual aumentó de 3.66 a 3.84%. A su interior, la inflación anual de las mercancías se incrementó de 4.99 a 5.41% (Gráfica 20) impulsada por el comportamiento que ha presentado la inflación anual de las mercancías no alimenticias. Esta última pasó de 3.06 a 4.37% en las fechas señaladas, si

bien en noviembre exhibió volatilidad asociada con las promociones de “El Buen Fin”. En contraste, la inflación anual de las mercancías alimenticias se redujo de 6.79 a 6.36% entre noviembre de 2020 y enero de 2021, resultado influido, en parte, por el desvanecimiento de los efectos del incremento del IEPS a cigarrillos y bebidas saborizadas a principios de 2020 (Gráfica 21). En cuanto a la inflación anual de los servicios, esta ha mantenido, en general, una tendencia a la baja, registrando niveles de 2.22 y 2.13% en el lapso referido, lo cual se ha debido a los efectos de las medidas implementadas para contener la pandemia de COVID-19 y a la disminución asociada en la demanda por muchos de ellos, como los de vivienda, educación, alimentación y turísticos.

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



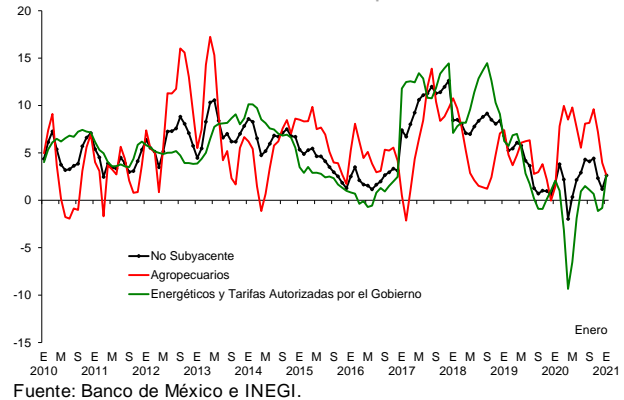
**Gráfica 21**  
**Subíndice Subyacente de las Mercancías**  
Variación anual en por ciento



Por su parte, la inflación no subyacente anual aumentó de 2.33 a 2.63% entre noviembre de 2020 y enero de 2021 (Gráfica 22 y Cuadro 1). Ello reflejó, principalmente, las mayores variaciones anuales en los precios de los energéticos, las cuales pasaron de

-3.05 a 2.66% en ese lapso y que compensaron la disminución observada en la inflación del rubro de frutas y verduras.

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



Respecto de las expectativas de inflación provenientes de la encuesta que levanta el Banco de México entre especialistas del sector privado, entre diciembre y enero las medianas para la inflación general y subyacente al cierre de 2021 aumentaron de 3.60 a 3.66% y de 3.50 a 3.57%, respectivamente. Por su parte, las medianas de las expectativas de la inflación general y la subyacente para el mediano y largo plazos se mantuvieron alrededor de 3.50%. Finalmente, la compensación por inflación y riesgo inflacionario aumentó desde la última decisión de política monetaria.

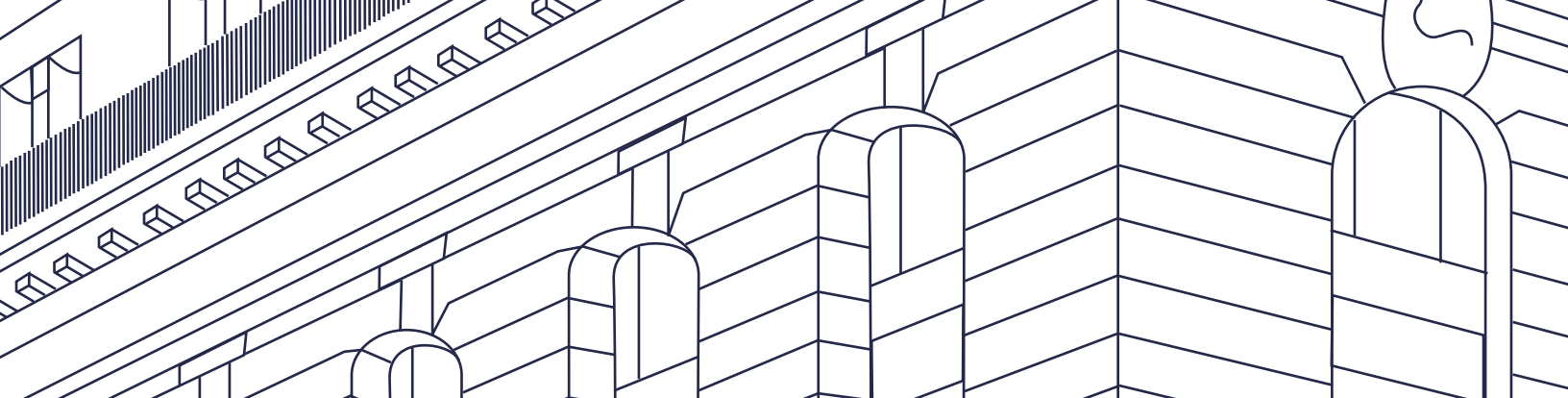
En cuanto a la trayectoria esperada para la inflación general, se anticipan aumentos en el segundo trimestre del año asociados principalmente a los efectos aritméticos de la reducción en los precios de los energéticos del año pasado y, una trayectoria decreciente a partir del segundo semestre. Asimismo, se prevé una inflación subyacente alrededor de 3% desde el tercer trimestre de este año. Dichas previsiones están sujetas a riesgos de corto y de mediano plazo. A la baja: i) un efecto mayor al esperado por la brecha negativa del producto o por mayores medidas de distanciamiento social; ii) menores presiones inflacionarias globales; y, iii) apreciación cambiaria. Al alza: i) presiones en la inflación subyacente por la recomposición del gasto; ii) episodios de depreciación cambiaria; y iii) diversas presiones de costos para las empresas. El balance de riesgos de la trayectoria esperada para la inflación es incierto.

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

Concepto	Noviembre 2020	Diciembre 2020	Enero 2021
<b>INPC</b>	<b>3.33</b>	<b>3.15</b>	<b>3.54</b>
<b>Subyacente</b>	<b>3.66</b>	<b>3.80</b>	<b>3.84</b>
<b>Mercancías</b>	<b>4.99</b>	<b>5.52</b>	<b>5.41</b>
Alimentos, Bebidas y Tabaco	6.79	6.80	6.36
Mercancías No Alimenticias	3.06	4.14	4.37
<b>Servicios</b>	<b>2.22</b>	<b>1.95</b>	<b>2.13</b>
Vivienda	2.09	2.00	1.94
Educación (Colegiaturas)	2.11	2.11	1.59
Otros Servicios	2.37	1.87	2.42
<b>No Subyacente</b>	<b>2.33</b>	<b>1.18</b>	<b>2.63</b>
<b>Agropecuarios</b>	<b>7.20</b>	<b>3.96</b>	<b>2.64</b>
Frutas y Verduras	9.50	0.10	-3.89
Pecuarios	5.32	7.20	8.42
<b>Energéticos y Tarifas Aut. por Gobierno</b>	<b>-1.13</b>	<b>-0.81</b>	<b>2.62</b>
Energéticos	-3.05	-2.53	2.66
Tarifas Autorizadas por Gobierno	3.46	3.31	2.54

Fuente: INEGI





BANCO DE MÉXICO®

Documento publicado el 25 de febrero de 2021

