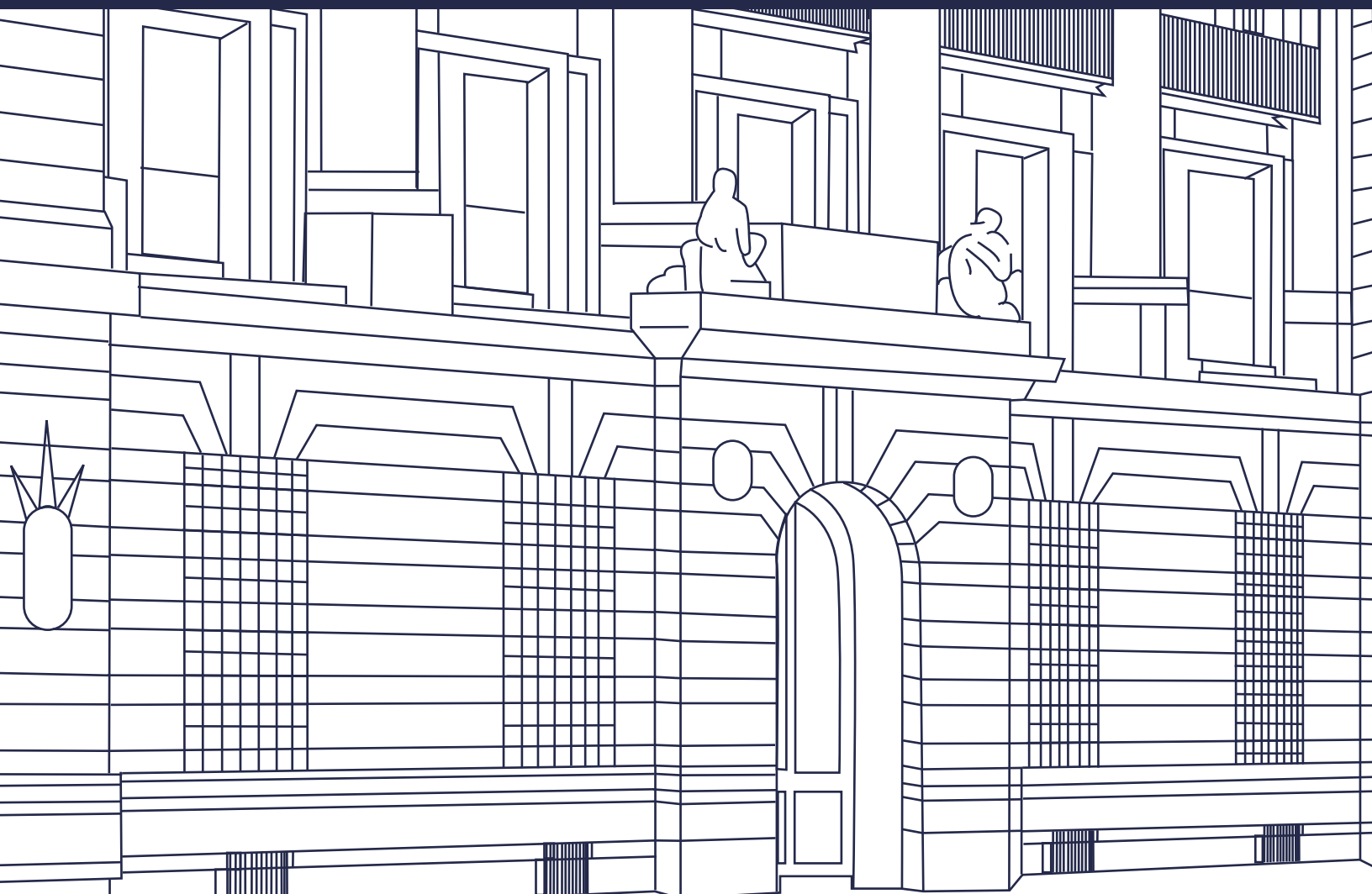




BANCO DE MÉXICO®

Minuta número 81

Reunión de la Junta de Gobierno del Banco de México, con motivo de la
decisión de política monetaria anunciada el 17 de diciembre de 2020



1. LUGAR, FECHA Y ASISTENTES

1.1 Lugar: Reunión celebrada por enlaces virtuales.

1.2. Fecha de la sesión de la Junta de Gobierno:
16 de diciembre de 2020.

1.3. Asistentes:

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

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

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

Entorno Externo

La mayoría mencionó que la actividad económica global ha venido recuperándose, si bien de manera heterogénea entre países y sectores. Algunos señalaron que aún se encuentra en niveles inferiores a los registrados antes de la pandemia. Detallaron que las diferencias en la recuperación están asociadas, en parte, a las políticas implementadas. Al respecto, **uno** notó que las economías con medidas significativas de apoyo han presentado una mayor recuperación del consumo e inversión.

La mayoría destacó el incremento en los casos de COVID-19 en economías avanzadas. Señaló que, en este contexto, los pronósticos de crecimiento se han reducido para los trimestres más inmediatos. Uno indicó que los indicadores de confianza se han deteriorado ante la implementación de nuevas medidas de confinamiento. **Otro** consideró que la recuperación ha continuado y que ha dado lugar a una mejoría en los pronósticos de crecimiento para 2020 y 2021 respecto de los que prevalecían en junio pasado. Comentó que los pronósticos de las economías avanzadas han

aumentado para la segunda mitad de 2021 ante la expectativa de que la vacunación permita un mayor control de la pandemia. **Uno** consideró que la desaceleración en las economías avanzadas tendrá un efecto negativo en la actividad global, con efectos de más largo plazo.

La mayoría destacó los riesgos para el crecimiento económico global asociados con la evolución de la pandemia y la producción y distribución de vacunas. Uno comentó que el inicio de la fase de vacunación en el Reino Unido y en Estados Unidos podría contribuir a acelerar la confianza de los consumidores y apoyar la recuperación. **Otro** señaló que si bien se anticipa que en el corto plazo varias vacunas culminen sus etapas de prueba, aún no es posible disipar dudas sobre su efectividad, ni descartar potenciales errores en su implementación. **La mayoría agregó como riesgos que los estímulos fiscales resulten insuficientes para apoyar la recuperación. Uno** comentó que los anuncios y decisiones recientes de diversas autoridades han contribuido a disminuir la percepción de riesgos derivados de un retiro prematuro de las medidas de apoyo. **Otro** destacó los obstáculos en el proceso de Brexit, la insostenibilidad de las deudas pública y corporativa, así como la posibilidad de una burbuja en las acciones de empresas tecnológicas. **Algunos** opinaron que el balance de riesgos para el crecimiento mundial se mantiene sesgado a la baja. **Uno** consideró que existe un entorno incierto para la recuperación, con mejores perspectivas en un horizonte de mediano plazo.

La mayoría mencionó que la inflación en las economías avanzadas permanece por debajo de los objetivos de sus respectivos bancos centrales. Uno comentó que se ha observado una recomposición de precios relativos con aumentos en los precios de algunas mercancías y reducciones en los precios de los servicios. Resaltó la marcada volatilidad en los precios de los energéticos ante los cambios en las perspectivas de recuperación económica. Señaló que en Estados Unidos se ha registrado una elevada inflación de alimentos y una importante reducción en la de los servicios. Agregó que en la zona del euro los menores aumentos en los precios de los alimentos y la debilidad en los precios de los servicios se han reflejado en inflaciones general y subyacente cercanas a cero. Añadió que en Japón las inflaciones general y subyacente son marcadamente negativas. **Otro** destacó que en algunas economías emergentes se registraron presiones al alza sobre la inflación debido a incrementos en los precios de alimentos y

depreciaciones cambiarias. **Uno** consideró que los efectos de la menor demanda agregada global se han manifestado con mayor claridad en los servicios, así como en algunos bienes, como ropa y calzado. Notó que los pronósticos de inflación global continúan bajos, si bien con mayor variabilidad que hace un año.

Todos mencionaron que los bancos centrales de las economías avanzadas reiteraron que mantendrán posturas acomodaticias por un periodo prolongado. La mayoría resaltó la posibilidad de un mayor estímulo monetario. Algunos destacaron la decisión de la Reserva Federal de mantener la tasa de fondos federales entre 0 y 0.25%. **Uno** comentó que dada su nueva estrategia de política monetaria, este banco central tardaría más que en el pasado en aumentar las tasas de interés. **Otro** destacó que en su última decisión estableció que continuará comprando mensualmente bonos del Tesoro y activos respaldados por hipotecas por tiempo indefinido a los montos mínimos establecidos. Agregó que el Banco Central Europeo mantuvo sin cambio sus tasas de referencia y que anunció incrementos y extensiones en sus programas de compras de activos y de operaciones de refinanciamiento de largo plazo. **La mayoría señaló que las autoridades fiscales de diversas economías avanzadas también anunciaron extensiones en sus programas de apoyo. Algunos** destacaron que se ha fortalecido la expectativa de un nuevo paquete de estímulo fiscal en Estados Unidos.

La mayoría coincidió en que los mercados financieros globales han mostrado un comportamiento positivo, impulsado principalmente por los avances en el desarrollo de vacunas para combatir al COVID-19. Uno observó que el aumento en los precios de las materias primas y la resolución ordenada del proceso electoral en Estados Unidos también contribuyeron al mejor funcionamiento de los mercados financieros.

La mayoría destacó el buen desempeño de las bolsas de valores de las principales economías, la depreciación del dólar frente a una canasta amplia de divisas y la menor aversión al riesgo. Uno señaló que incluso algunos índices accionarios se ubican en máximos históricos. Añadió que los diferenciales de bonos corporativos también disminuyeron. **Otro** detalló que la menor aversión al riesgo tiene implicaciones favorables para los activos menos seguros como los de economías emergentes. **Uno** añadió que la prolongación de los estímulos

monetarios ha incrementado las valuaciones de los activos financieros. **Otro** consideró que hacia delante se prevé que los mercados continúen con un desempeño favorable conforme avance el proceso de vacunación, el cual podría consolidarse a partir del segundo trimestre de 2021.

La mayoría mencionó que los mercados financieros de economías emergentes también presentaron un comportamiento positivo, destacando el aumento en las entradas de capital. Algunos hicieron referencia al incremento en los flujos hacia activos de renta variable. **Uno** precisó que ese resultado contrasta con lo observado en meses pasados. **Otro** agregó que, a pesar de este incremento, aún se registran importantes contracciones en los flujos acumulados en el año. **Uno** señaló que los flujos de entrada de capital han incidido de manera positiva en la cotización de las monedas, los índices bursátiles y las tasas de interés de las economías emergentes. **Otro** añadió que el entorno actual ha sido favorable para los activos de estas economías, si bien se han presentado episodios de volatilidad.

La mayoría consideró que los mercados financieros internacionales están sujetos a diversos riesgos, destacando los ya mencionados para la actividad global. Uno agregó que no pueden descartarse riesgos tanto externos como idiosincrásicos que, de materializarse, podrían tener efectos considerables para las economías emergentes.

Actividad Económica en México

Todos resaltaron que, después de la recuperación en el tercer trimestre, la actividad económica en México continuó mejorando a inicios del cuarto. **La mayoría indicó que la actividad permanece por debajo de los niveles previos a la pandemia y que el ritmo de recuperación se ha moderado. Uno** agregó que es difícil hacer una evaluación precisa de la evolución de la actividad durante el cuarto trimestre debido a la poca información disponible y a la incertidumbre asociada a la pandemia.

Todos notaron que la demanda externa ha mostrado mayor dinamismo. **La mayoría destacó que en octubre las exportaciones, especialmente las manufactureras, superaron los niveles observados antes de la pandemia.** Por su parte, **uno** señaló que el consumo de bienes importados mostró una variación anual de -19% en septiembre y que las importaciones de bienes de consumo

petroleros se contrajeron 44% en octubre. **Algunos** mencionaron que la recuperación de las exportaciones y la marcada debilidad en las importaciones han propiciado un superávit en la balanza comercial.

La mayoría notó que el consumo y la inversión siguen mostrando atonía. Algunos destacaron la contracción anual de 16% de la inversión en septiembre. **Uno** señaló que la inversión es el componente más débil de la demanda agregada, destacando la atonía de la construcción. **Otro** añadió que la inversión ya presentaba una clara debilidad antes de la pandemia. Agregó que la variación anual del consumo privado fue de -11.4% en septiembre y la de las importaciones no petroleras de bienes de consumo de -29.3% en octubre. Resaltó la fortaleza de las remesas, que son un determinante del consumo, y precisó que de enero a octubre acumulan 33,564 millones de dólares. **Uno** comentó que el consumo de bienes de origen nacional ha mostrado una trayectoria ascendente desde junio, lo que contrasta con la del consumo de bienes importados. **Algunos** destacaron la previsión de una recuperación lenta del consumo e inversión. **Uno** agregó que la etapa de vacunación se extenderá por un periodo relativamente largo, sujeto a riesgos, por lo que es difícil anticipar un repunte rápido del consumo e inversión. Añadió que la situación se complica debido a un entorno externo complejo, a los obstáculos que pudieran enfrentar las remesas en los próximos meses, a la ausencia de un apoyo fiscal y a un ambiente poco favorable para la inversión.

Por el lado de la oferta, la mayoría resaltó la heterogeneidad de la recuperación entre sectores. Señaló que la producción manufacturera ha registrado el mejor desempeño, al ubicarse en niveles cercanos a los observados antes de la pandemia, mientras que la construcción y los servicios siguen mostrando debilidad. Al respecto, **algunos** observaron que después de que la producción manufacturera mostró contracciones anuales significativas, de 35.3% en abril, esta fue de 1.0% en octubre. Indicaron que los servicios de alojamiento y preparación de alimentos, los de transportación e información y los de esparcimiento han exhibido la mayor debilidad. **Uno** destacó que la producción industrial presentó una caída anual de 29.4% en mayo y de solo 3.1% en octubre. Agregó que en dicho mes la construcción se contrajo 9.7% a tasa anual. **Otro** resaltó que el sector primario continuó creciendo.

La mayoría coincidió en que el mercado laboral ha continuado recuperándose, si bien persisten elementos de debilidad. Uno enfatizó que dicha recuperación ha sido lenta, especialmente en el caso de las mujeres, y que aún no se han alcanzado los niveles previos a la pandemia. **Algunos** resaltaron la disminución en la tasa de participación laboral y los elevados niveles en las tasas de desocupación, subocupación y de la población no económicamente activa pero disponible para trabajar. **Uno** detalló que esta última entre marzo y octubre de este año aumentó en 3 millones de personas. **Otro** mencionó que entre febrero y abril la ocupación formal e informal se redujo en 12.5 millones de personas y que entre mayo y octubre aumentó en 9.7 millones. **Algunos** destacaron el aumento en la tasa de informalidad. **Uno** puntualizó que el sector informal del mercado laboral es el único que registra tasas de ocupación similares a los observados antes de la pandemia. Agregó que en octubre el nivel del empleo formal era todavía 1.4 millones de personas inferior al registrado en marzo de este año.

La mayoría señaló que la recuperación económica será gradual y prolongada. Algunos indicaron que se prevén tasas de crecimiento positivas, aunque moderadas, para 2021 y 2022. **Uno** detalló que de acuerdo con la encuesta más reciente a analistas del sector privado, el pronóstico de crecimiento para 2020 se mantuvo en -9% y para 2021 aumentó de 3.34 a 3.44%. **Otro** consideró que la actividad podría tardar varios años en regresar al nivel del primer trimestre de 2019. Indicó que la vacuna no cambia el panorama en el corto plazo, ya que se estima que algunos grupos podrían empezar a vacunarse hasta mediados del próximo año, por lo que la afectación económica continuará durante una buena parte del 2021. Desde una perspectiva de más largo plazo, **algunos** externaron preocupación ante la posible disminución del crecimiento potencial. **Uno** argumentó que este se verá afectado por la evolución de la inversión y la productividad total de los factores previa a la pandemia, así como por el impacto de la crisis sanitaria sobre estas variables. Agregó que para el periodo 2021-2030, la mediana de los analistas encuestados por el Banco de México ha ubicado recientemente el crecimiento anual promedio de la economía entre 1.9 y 2%. Opinó que en ausencia de políticas que impulsen la inversión privada y la productividad, el crecimiento potencial registrará cifras menores.

Ante la contracción económica y los escenarios de recuperación previstos, la mayoría coincidió en que se anticipan amplias condiciones de holgura a lo largo del horizonte en el que opera

la política monetaria. **Uno** consideró que ante la afectación a la actividad productiva, la brecha del producto permanecerá negativa por un largo tiempo. **Otro** indicó que se prevé que las condiciones de holgura continúen reduciéndose gradualmente. **Uno** sostuvo que el mercado laboral continúa operando con condiciones de amplia holgura.

La mayoría señaló que persiste un entorno de incertidumbre y riesgos a la baja para la actividad económica. Algunos alertaron que ante el incremento en el número de contagios, puede haber un reforzamiento de las medidas de distanciamiento, que afectaría al ritmo de la recuperación. **Uno** mencionó que si bien la campaña de vacunación está por comenzar, hay incertidumbre en cuanto al proceso de adquisición y distribución, y sobre la eficacia de las vacunas. **Otro** añadió que una mejoría de la situación sanitaria y la recuperación económica, particularmente de Estados Unidos, son factores clave para la recuperación de la economía del país. **Uno** consideró como riesgos para la actividad productiva: i) la volatilidad en los mercados financieros, ya sea por reducciones en el apetito por riesgo o por factores idiosincrásicos; ii) mayores problemas de solvencia en hogares y empresas, y iii) afectaciones a las finanzas públicas y su posible impacto en las condiciones de acceso a los mercados financieros.

Inflación en México

Todos indicaron que la inflación general anual disminuyó entre octubre y noviembre debido a la reducción de los componentes subyacente y no subyacente. **Uno** destacó que la inflación general anual en noviembre se ubicó dentro del rango de variabilidad, y añadió que la inflación mensual se situó en el nivel histórico más bajo para un mes de noviembre desde 1970. **Otro** detalló que la inflación general sorprendió en noviembre, disminuyendo 76 puntos base al pasar de 4.09% en octubre a 3.33% en noviembre. **La mayoría señaló que la inflación ha resentido los efectos de la pandemia.**

Todos resaltaron la reducción de la inflación subyacente entre octubre y noviembre, destacando la menor variación anual de las mercancías no alimenticias, asociada principalmente a la mayor extensión e intensidad de las ofertas de “El Buen Fin”. Algunos agregaron que también disminuyeron los precios de los servicios. **Uno** consideró que parte del éxito de “El Buen Fin” en lograr sostener una disminución de precios por un periodo prolongado tendría su origen en la debilidad de la demanda agregada, cuyo efecto

sobre los precios logró materializarse a través de este programa. **Otro** señaló que varios factores podrían estar influyendo en la reducción de los precios de las mercancías no alimenticias, por un lado, la debilidad de la demanda podría propiciar disminuciones de precios más persistentes. Por otro lado, las afectaciones por el lado de la oferta y la recomposición del gasto hacia las mercancías, presionarían los precios al alza al terminar el periodo de ofertas.

La mayoría consideró que es previsible que el efecto del “Buen Fin” en los precios sea transitorio. **Uno** señaló que es previsible que el efecto se desvanezca rápidamente. **Otro** detalló que con respecto a la segunda quincena de octubre, el cambio en los precios de las mercancías no alimenticias que dejaron de estar en oferta en la segunda quincena de noviembre muestra que en cerca del 80% de los casos los precios ya se han ubicado en su nivel original o incluso en uno mayor. Subrayó, además, que los analistas del sector privado también anticipan un efecto transitorio, ya que mientras que sus expectativas de inflación para 2020 se ajustaron a la baja, aquellas para 2021 se mantuvieron estables por encima de la meta. **Uno** destacó que la inflación de las mercancías alimenticias se mantiene en niveles elevados, ligeramente inferiores a 7%. Señaló también que para la primera quincena de diciembre podrían presentarse presiones adicionales sobre la inflación subyacente, la cual podría ubicarse en niveles cercanos a los registrados en octubre. Agregó que estos ajustes podrían reflejar que hacia finales del año se habían acumulado algunas presiones asociadas a los choques de oferta por las afectaciones de la pandemia que no habían sido contrarrestadas por la debilidad de la demanda. Indicó que esto podría estar asociado a la recomposición del gasto de los hogares, que se ha acentuado por la pandemia, aumentando el gasto en mercancías y disminuyendo el de los servicios. Sostuvo que lo anterior se confirma al identificar que la variación anual de las mercancías es muy superior a la de los servicios.

Respecto de la inflación no subyacente, algunos mencionaron que esta se redujo debido principalmente a las caídas en las variaciones anuales de los precios de las frutas y verduras y de las gasolinas. **Uno** puntualizó que este componente de la inflación suele ser el más volátil y agregó que la variación anual de los energéticos fue negativa.

Algunos destacaron la importancia de identificar si la reducción referida en la inflación será transitoria o

si tendrá una mayor persistencia. **Uno** subrayó que a pesar de la reducción en la inflación general, la subyacente se ubicó en 3.66%, por encima de la meta de 3% para la inflación general y cerca de su promedio desde abril de 2018. **Otro** consideró que el comportamiento de la inflación subyacente como el descrito no corresponde al que usualmente se presenta en la parte baja del ciclo económico, en que suelen verse afectados todos los rubros del gasto. Indicó que por la naturaleza de la pandemia y las acciones de distanciamiento social, los hogares han concentrado significativamente su gasto en las mercancías y han reducido sensiblemente el de los servicios, lo que introduce elementos de incertidumbre adicionales al proceso inflacionario.

La mayoría mencionó que las expectativas de la inflación general para el cierre de 2020 disminuyeron y las de mediano y largo plazos se mantuvieron estables en niveles superiores a la meta de 3%. Uno mencionó que las expectativas de inflación para el cierre del año se ajustaron significativamente a la baja ubicándose en 3.5% en diciembre. **Otro** detalló que las expectativas de los analistas para el cierre de 2021 sitúan a la inflación en 3.5%. **Algunos** señalaron que la prima por riesgo inflacionario y las expectativas de inflación extraídas de instrumentos de mercado también se redujeron en las últimas semanas. En este contexto, **uno** opinó que las expectativas de inflación se encuentran ancladas y bajo control.

La mayoría señaló que se sigue anticipando que las trayectorias para las inflaciones general y subyacente correspondientes a los próximos 12 a 24 meses estén alrededor de 3%. Uno notó que este escenario considera el desvanecimiento gradual de las presiones de oferta y mayores efectos de la holgura sobre las inflaciones general y subyacente en el horizonte de pronóstico. **Algunos** consideraron que la inflación general a fin de año sería menor a 3.5%. **Algunos** destacaron que las proyecciones indican que el objetivo de inflación se alcanzaría en 2022. **Uno** sostuvo que el desempeño de la inflación en los próximos meses continuará siendo influido por los efectos de oferta y demanda derivados de la pandemia, así como el comportamiento del tipo de cambio, entre otros factores. **Otro** apuntó que se anticipa un aumento en la inflación asociado principalmente a un efecto de base de comparación que prevalecería hasta abril de 2021, si bien para la segunda mitad de 2021 esta se mantendría en su trayectoria convergente hacia la meta de 3%. **Uno** sostuvo que los determinantes

fundamentales de la inflación, como la apreciación del tipo de cambio, la debilidad de la demanda y los precios bajos de energéticos, exhiben un comportamiento que tiende a favorecer la estabilidad de precios. Mencionó que los recientes acontecimientos internacionales han retirado elementos de incertidumbre y mejorado el balance de riesgos en torno al pronóstico de inflación.

En cuanto a los riesgos al alza para la inflación, la mayoría destacó posibles episodios de depreciación cambiaria. Uno opinó que al considerar la tendencia histórica del tipo de cambio, existe el riesgo de una mayor depreciación, lo que implicaría postergar la convergencia de la inflación hacia la meta. **Otro** enfatizó que una evolución relativamente estable del tipo de cambio, en niveles similares a los actuales, podría resultar inviable dado que la cotización del peso puede verse afectada por diversos factores, incluyendo un deterioro del problema sanitario, las elecciones del próximo año, los retos para las finanzas públicas, la evolución de la calificación soberana, la elevada liquidez de la moneda nacional en los mercados internacionales en un entorno volátil y la reciente propuesta de reformas a la Ley del Banco de México. **Algunos** agregaron el riesgo que representan los incrementos salariales. **Uno** argumentó que el ajuste al salario mínimo puede ser de una magnitud que complique la convergencia de la inflación a la meta durante el periodo de influencia de la política monetaria. **Otro** añadió el riesgo de que incrementos salariales agresivos en 2021 pudieran inducir un deterioro en las expectativas de inflación. Destacó también la persistencia de la inflación subyacente, pese a las condiciones de holgura. **Uno** subrayó los riesgos de presiones en la inflación subyacente por la recomposición del gasto hacia las mercancías y diversas presiones de costos para las empresas. **Otro** consideró que si bien es cierto que la inflación subyacente aún permanece relativamente alta, esto no debe sobreestimarse ya que este indicador aún refleja la dinámica de precios de la fase más aguda de la pandemia, cuando los precios de los alimentos y de otros productos aumentaron en forma importante. Señaló que es previsible que el comportamiento de este indicador sea más benigno una vez que se deshagan estos aumentos de precios, lo que contribuiría a menores inflaciones general y subyacente.

Respecto de los riesgos a la baja, **algunos** destacaron una apreciación cambiaria y un efecto mayor al esperado por la brecha negativa del producto. **Uno** añadió mayores medidas de

distanciamiento social o persistencia en las reducciones de precios de “El Buen Fin”; así como menores presiones inflacionarias globales. **Otro** sostuvo que los acontecimientos internacionales recientes han mejorado el balance de riesgos para la inflación, ya que se han disipado elementos de incertidumbre acerca del comportamiento del tipo de cambio.

Algunos consideraron que el balance de riesgos alrededor de la trayectoria esperada de la inflación se mantiene incierto. **Uno** de ellos señaló que esto se asocia a los choques sin precedentes que han afectado a la economía este año y a los efectos encontrados que estos han tenido sobre la inflación. **Otro** señaló que si bien el escenario actual está sujeto a riesgos en ambas direcciones, el balance presenta un sesgo al alza.

Entorno Macrofinanciero

La mayoría señaló que los mercados financieros mostraron un comportamiento favorable debido en parte a un mayor apetito por riesgo en los mercados internacionales. Uno resaltó la solidez de los fundamentos macroeconómicos de México.

La mayoría mencionó que se observó un incremento en el mercado bursátil y destacó que el peso mexicano presentó una apreciación. Uno agregó que ha revertido de una manera significativa la depreciación observada con respecto a inicios de la pandemia. **Otro** observó que, si bien las condiciones de operación han mejorado, estas no han regresado a la situación previa a la pandemia. Añadió que recientemente se observaron episodios de volatilidad del peso asociados a la discusión de la reforma a la Ley del Banco de México.

La mayoría observó que las tasas de interés de corto plazo registraron movimientos acotados y las de mayor plazo disminuyeron. Indicó que las primas de riesgo soberano han registrado disminuciones, ubicándose actualmente en niveles similares a los registrados antes de la pandemia. Uno agregó que las primas de riesgo de largo plazo aún permanecen por arriba de sus niveles de hace un año. **Algunos** mencionaron que los flujos de salida en valores gubernamentales se han frenado y que inclusive ya se observan entradas de inversionistas extranjeros. **Uno** apuntó que a pesar de lo anterior el flujo acumulado de salidas durante el año asciende a 18 mmd (excluyendo 7mmd correspondientes a las operaciones de reporto de Pemex), el cual es el mayor nivel registrado al menos desde 2013. Añadió que el

apetito por instrumentos locales sigue siendo bajo. **Otro** alertó que los mercados financieros globales mantienen un apetito por riesgo frágil y propenso a salidas de capital.

La mayoría comentó que persisten riesgos para los mercados financieros y que no pueden descartarse nuevos episodios de volatilidad, si bien uno mencionó que el balance de riesgos para los mercados financieros recientemente ha mejorado. **La mayoría consideró que la propuesta de reforma a la Ley del Banco de México podría constituir un riesgo para los mercados financieros. Algunos** agregaron que esto podría presionar al peso.

Algunos señalaron que la situación de las finanzas públicas constituye un factor de riesgo. **Uno** mencionó que el faltante en los ingresos presupuestarios continuó ampliándose por menores ingresos tributarios y petroleros. Agregó que la extracción de recursos del Fondo de Estabilización de los Ingresos Presupuestarios y la operación de reporto realizada por Pemex en noviembre que se contabilizó como ingreso han permitido que el balance resulte más superavitario que lo programado. Sin embargo, argumentó que lo anterior no refleja adecuadamente los riesgos de las finanzas públicas. Añadió que para 2021 se habrán agotado los recursos de los fondos de estabilización, lo que ejercerá mayor presión sobre el gasto programable. Apuntó que el balance fiscal podría deteriorarse en caso de mayores presiones de gasto asociadas a la prolongación de la pandemia y de materializarse recortes en la calificación soberana. **Otro** destacó que algunas agencias calificadoras refrendaron el grado de inversión de la deuda soberana sin modificar su perspectiva, lo cual disminuye la posibilidad de que el país pierda su calificación crediticia en el corto plazo. Apuntó que el cociente deuda/PIB que se espera para México en los próximos años se encuentra por debajo del de países emergentes con mejor calificación crediticia, y que un menor servicio de la deuda en el futuro podría distinguir a México de otros países y aumentar el atractivo de los activos nacionales. Añadió que la disciplina y responsabilidad fiscal son importantes para preservar los fundamentos macroeconómicos.

Algunos externaron preocupación por la situación financiera de Pemex. Mencionaron que la posibilidad de que esta compañía requiera de apoyos adicionales podría afectar a las finanzas públicas. **Uno** observó que la caída en sus ventas ha forzado aumentos en los adeudos con proveedores y una

contracción en su inversión. Agregó que esta acumula un subejercicio importante, lo cual podría repercutir en la producción futura de crudo en un contexto donde esta ha registrado cifras por debajo de las esperadas. Aseveró que el costo de la cobertura contra el riesgo de incumplimiento de pagos de Pemex es superior al de otras petroleras con una calificación crediticia similar, lo que refleja la percepción de los mercados sobre los riesgos derivados de la situación financiera de esta empresa.

La mayoría comentó que la evolución del financiamiento a las empresas y consumidores sigue siendo un motivo de preocupación.

Algunos destacaron la reducción en el crédito al consumo y a pequeñas y medianas empresas. **Uno** notó que el crédito al consumo vía tarjetas de crédito registró una contracción anual real de 12.5% en octubre, mientras que el destinado a las pequeñas y medianas empresas mostró una caída anual de 6.3% en el mismo mes, si bien su más reciente variación mensual fue ligeramente positiva, después de siete meses consecutivos de reducciones. **Otro** mencionó que el financiamiento a empresas y al consumo continuó cayendo por quinto mes consecutivo. **Algunos** notaron que la contracción del crédito en México contrasta con lo observado en otras economías, destacando **uno** de ellos los casos de economías tanto avanzadas como emergentes. **Otro** atribuyó lo anterior a que en diversos países se han instrumentado programas de estímulo fiscal y **uno** a la falta de otorgamiento de garantías del sector público al crédito bancario. **Otro** opinó que la evolución del crédito responde a factores de oferta y de demanda. Indicó que la captación de la banca comercial suele impulsar la oferta de crédito, mientras que la confianza empresarial influye sobre la demanda. Añadió que si bien no se puede descartar que los factores de demanda tengan un rol en la coyuntura actual, la evidencia obtenida a través de la encuesta EnBan de Banco de México muestra que las líneas de crédito ofrecidas por la banca se han reducido, por lo que no pueden minimizarse los factores de oferta que están contribuyendo a mantener deprimido el crédito.

Uno consideró que se deben reforzar las políticas públicas que incentiven la oferta y la demanda del crédito. Agregó que la banca de desarrollo debe intensificar sus esfuerzos, no solo expandiendo el crédito que ofrece sino también otorgando garantías a los deudores. Apuntó que estas medidas deben tener como objetivo el estimular la inversión y el consumo, especialmente de bienes duraderos. Destacó que es necesario mantener una flexibilización responsable que se adapte a la

gravedad de la situación, tanto para evitar desajustes como para promover un mayor flujo de crédito.

Con respecto a la estabilidad financiera, **otro** mencionó que si bien el sistema bancario mantiene un nivel de capital elevado, la prolongación de la emergencia sanitaria y la lenta recuperación económica podrían deteriorar la capitalización del sistema bancario. Añadió que por ello es importante monitorear las señales de alerta, en particular sobre el deterioro en la cartera crediticia. Al respecto, apuntó que la cartera vencida aumentó en octubre, especialmente en el segmento de tarjetas de crédito, debido a la expiración de los criterios contables especiales en septiembre.

Algunos resaltaron que hay un entorno poco propicio para la inversión privada. **Uno** añadió que el panorama de incertidumbre y las perspectivas económicas se han constituido como condiciones que no incentivan la inversión. **Otro** mencionó la ausencia de apoyos fiscales. **Uno** argumentó que ante un entorno complejo se requiere de una postura macroeconómica sólida y sostenible que genere confianza y que contribuya a un ajuste ordenado de los mercados financieros y de la economía en su conjunto. Enfatizó la importancia de mantener finanzas públicas sostenibles, una inflación baja y estable y un sistema financiero sólido y bien capitalizado.

Respecto de la reciente iniciativa para modificar la Ley del Banco de México en materia de compra de divisas en efectivo, la mayoría coincidió en que resulta positivo que el Congreso de la Unión y en particular la Cámara de Diputados haya decidido abrir un espacio para la reflexión de la propuesta, con el fin de contribuir al proceso de análisis para encontrar las mejores alternativas de solución a la problemática y a los retos planteados. Destacó que es fundamental que la solución que se alcance preserve la autonomía de este Instituto Central y que no afecte su operación. Señaló que debe evitarse el riesgo de que el balance del Banco Central llegara a contaminarse con recursos de procedencia ilícita, ya que esto último pondría en riesgo la disponibilidad de las reservas internacionales y el acceso a fuentes de financiamiento externo, lo que podría propiciar inestabilidad macroeconómica y financiera. Uno resaltó que el Banco de México ha señalado que coincide en los beneficios que se persiguen con esta propuesta para mejorar el circuito de moneda extranjera en efectivo que ingresa a nuestro país, producto de actividades

legítimas. No obstante, ha enfatizado que los esfuerzos en esta materia deben preservar la autonomía constitucional conferida al Instituto Central y no poner en riesgo la operación del Banco Central y la disponibilidad de las reservas internacionales. Argumentó que si las acciones que se adopten en esta materia atienden los riesgos mencionados, se evitaría introducir un factor de incertidumbre considerable e innecesaria en el ejercicio de las funciones del Banco y en el del sistema financiero. **Otro** mencionó los comentarios de una agencia calificadora que señaló que en caso de que se aprobara la propuesta en sus términos actuales afectaría la autonomía del Banco Central y la estabilidad macroeconómica del país. Agregó que esto constituye un riesgo para el Banco y para el sistema financiero nacional.

Política Monetaria

Considerando las afectaciones en la inflación, la actividad económica y los mercados financieros, las previsiones de inflación y la incertidumbre que las rodea, así como la conveniencia de consolidar una trayectoria decreciente para las inflaciones general y subyacente hacia la meta de 3%, la mayoría coincidió en mantener el objetivo para la Tasa de Interés Interbancaria a un día en 4.25%. Dos miembros votaron por disminuir el objetivo para la Tasa de Interés Interbancaria a un nivel de 4.00%. La mayoría coincidió en que la decisión de mantener sin cambios la tasa de referencia constituye una pausa que brinda el espacio necesario para confirmar una trayectoria convergente de la inflación a la meta.

Un miembro comentó que considerando los choques de oferta, de demanda y financiero asociados a la pandemia, la política monetaria debe contribuir a mantener una inflación baja y 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 un comportamiento ordenado de la curva de rendimientos, ya que los componentes de la demanda agregada responden a los diferentes segmentos de dicha curva. Argumentó que un ajuste ordenado y sostenible a la baja de esta curva presenta ventajas, especialmente ante las afectaciones derivadas de la pandemia, y contribuye a una mejor respuesta de la demanda agregada y del sistema financiero. Consideró que, especialmente en las economías emergentes, las tasas de interés de mediano y largo plazos incluyen

diversas primas de riesgo y que es necesario mantener una inflación baja y estable para reducir las primas de riesgo inflacionario a lo largo de la curva de rendimientos. Enfatizó que para las economías emergentes pequeñas y abiertas, que necesitan complementar su ahorro interno con fuentes externas de financiamiento, es importante mantener un entorno macroeconómico estable, tanto para atraer y retener capital, como para contar con las condiciones financieras necesarias para un ajuste ordenado de la economía. Al respecto, destacó que las tasas de interés de corto y largo plazos en México han tenido un ajuste considerable a la baja en lo que va del año, en contraste con otras economías emergentes que, si bien cuentan con tasas de interés de corto plazo menores, han registrado presiones en las de largo plazo. Añadió que las afectaciones derivadas de la pandemia han dificultado mantener primas de riesgo bajas y estables en las economías emergentes, ya que se combinaron una profunda contracción económica, menores ingresos públicos, crecientes presiones de gasto y salidas de capital. Señaló que es necesario evitar acciones que puedan poner en riesgo la estabilidad y la fortaleza macroeconómica. En este contexto, hizo referencia a la iniciativa para modificar la Ley del Banco de México recientemente aprobada en el Senado. Finalmente, consideró que mantener sin cambio la tasa de referencia permitirá identificar de mejor manera los retos y las disyuntivas que enfrenta la política monetaria, en un entorno en el que la inflación general y subyacente se han visto presionadas por factores encontrados y han mostrado una volatilidad considerable en sus registros más recientes, ello a pesar de la marcada debilidad económica. Adicionalmente, dicho espacio permitirá tener mayor claridad sobre otros importantes factores de riesgo que están afectando a la economía mexicana.

Otro miembro expresó que extender la pausa en el ciclo de relajación monetaria permitirá evaluar, con base en la información adicional, el margen con el que cuente la política monetaria y reforzar la credibilidad del compromiso con el mandato prioritario. Argumentó que extender la pausa permitiría confirmar si la inflación, principalmente la subyacente, ha iniciado una tendencia decreciente o si el dato de noviembre fue atípico. Opinó que el balance de riesgos para la inflación permanece incierto y recordó que la resistencia de la subyacente a disminuir ha estado presente por un largo periodo, por lo que es prudente no adelantar conclusiones que podrían resultar contraproducentes. Añadió que persisten riesgos elevados que podrían causar volatilidad. Destacó que los riesgos internos han

cobrado mayor relevancia y podrían ejercer presiones sobre el tipo de cambio y, por tanto, imponer mayor estrés a la postura monetaria. En particular, en cuanto a la propuesta relativa a las modificaciones a la Ley del Banco de México mencionó que es constructivo que se haya abierto un espacio para el análisis de los retos asociados con el flujo de divisas en efectivo que ingresa al país. Destacó que si bien hay riesgos asociados con este proceso legislativo, es fundamental que los retos referidos se resuelvan sin comprometer la autonomía del Banco Central, la cual ha sido piedra angular de la estabilidad macroeconómica del país y principal fortaleza de su perfil de crédito. Aunado a ello, destacó que el debilitamiento de las finanzas públicas, la frágil situación de Pemex y el deterioro en el ambiente de negocios refuerzan las preocupaciones sobre el riesgo país y que el proceso electoral de 2021 también podría generar volatilidad. Por ello, señaló que en la medida de que el riesgo cambiario persista, debe mantenerse el enfoque prudente de política monetaria seguido para valorar si existe margen para mayor estímulo. Finalmente, consideró que el comunicado de política monetaria debe transmitir claramente que, con la presente decisión, se busca garantizar la trayectoria descendente de la inflación hacia la meta en el horizonte en el que opera la política monetaria y que la conducción prudente y responsable de esta es la mejor forma de ratificar el compromiso con la estabilidad de precios.

Un miembro señaló que la decisión de noviembre de hacer una pausa en la implementación de la política monetaria tenía como objetivo obtener mayor claridad sobre la trayectoria futura de la inflación. Consideró que el tiempo transcurrido no ha sido suficiente para lograr lo anterior. En primer lugar, opinó que no existen indicios de una disminución sostenida de las presiones inflacionarias. En segundo lugar, agregó que los riesgos al alza para la inflación se han acentuado y que el más importante proviene de la propuesta reciente de reforma a la Ley del Banco de México. Apuntó que la experiencia reciente ilustra sus potenciales repercusiones sobre el tipo de cambio, y que ejercicios estadísticos muestran que aun depreciaciones cambiarias moderadas pueden desviar a la inflación de la meta de manera importante. Enfatizó que si bien la reciente decisión de abrir un espacio para el diálogo es bienvenida, los riesgos asociados a la propuesta estarán presentes en tanto no se defina esta iniciativa. En este contexto, opinó que el mensaje derivado de un relajamiento monetario sería contradictorio con la argumentación del Banco Central sobre este tema y, por tanto, inconveniente

para la Institución. Añadió a lo anterior el probable impacto sobre los precios del ajuste al salario mínimo. En tercer lugar, destacó el riesgo de nuevos episodios de volatilidad en los mercados financieros globales, así como los derivados de factores idiosincrásicos, entre los que enfatizó los retos para las finanzas públicas, entre otros motivos por la posible necesidad de apoyo adicional a Pemex ante el continuo deterioro de su situación financiera. En cuarto lugar, señaló que la fecha de convergencia de la inflación a la meta se ha venido posponiendo y, que tanto las expectativas de inflación de analistas, como su incompatibilidad con los ajustes que muchos de ellos anticipan para la tasa de referencia, subrayan los retos de credibilidad que enfrenta el Banco Central. Respecto de la trayectoria futura de la tasa de referencia, argumentó que la incertidumbre impide proporcionar guías precisas. Advirtió que mensajes de esta índole, u otros que den la impresión de que la política monetaria se está enfocando en objetivos distintos a la inflación, como estimular el crecimiento, generarían confusión en los mercados y acentuarían los retos de credibilidad. Al respecto, destacó la importancia de señalar que la política monetaria se implementará de manera prudente, con pragmatismo y flexibilidad, con base en la información de la que se disponga en cada reunión, y con el objetivo de lograr la convergencia de la inflación a la meta durante el periodo de influencia de la política monetaria.

Otro miembro sostuvo que la reciente disminución en la inflación, la evolución favorable de sus determinantes y la mejoría en el balance de riesgos, dan un espacio adicional para continuar con el ciclo de relajamiento monetario. Afirmó que la necesidad de un mayor relajamiento obedece a varios factores. Primero, el crédito a hogares y empresas continúa contrayéndose. Un relajamiento monetario adicional permitiría disminuir los costos de financiamiento para las empresas y mejorar las condiciones de otorgamiento, que recientemente se han deteriorado. Opinó que a pesar del bajo nivel de desarrollo del sistema financiero, cuando las fluctuaciones en el crédito son muy pronunciadas, como en la actual coyuntura, su impacto sobre la actividad agregada es significativo a pesar de que solo una fracción de la economía opere con créditos bancarios. Segundo, comentó que la tasa real ex ante de México sigue siendo alta en comparación con la de otras economías emergentes. Señaló que una gran cantidad de países han llevado dicha tasa a terreno negativo, mientras que la de México todavía es positiva. Agregó que si bien algunos países que han reducido sus tasas de política monetaria más que México, como Brasil y Sudáfrica,

exhiben altas tasas de largo plazo, esto se debe a que su riesgo soberano es mayor que el nuestro. Otros países con un riesgo soberano menor, como Chile, Perú, y en menor medida Colombia, han podido reducir sus tasas de corto plazo manteniendo las de largo plazo en niveles bajos. Notó que el nivel actual del riesgo soberano de México brinda la oportunidad de seguir relajando la política monetaria y tener un impacto sobre toda la curva de rendimientos. Tercero, mencionó que el panorama macroeconómico de México muestra los síntomas típicos de economías que enfrentan una política monetaria muy restrictiva. Destacó, como primer síntoma, el mal desempeño de los componentes de la demanda que son más sensibles a las tasas de interés, como el consumo vía tarjetas de crédito y la inversión. Mencionó, como síntoma adicional, el contraste entre el dinamismo del sector externo, el cual no responde directamente a la tasa de interés doméstica, y el desempeño menos dinámico de la economía interna, que sí depende de dicha tasa. Y, finalmente, consideró que el superávit en cuenta corriente también se encuentra asociado a una política monetaria restrictiva que incentiva el ahorro y deprime la inversión. Advirtió que al mantener una tasa de interés real alta, en un contexto de demanda agregada débil, se incurre en el riesgo de caer en una recesión larga y profunda, y que incluso puede afectarse el crecimiento potencial. Finalmente, consideró que el ciclo de bajas no puede darse por terminado y que es urgente reiniciarlo en cuanto se abran oportunidades, como en el caso de la actual coyuntura, que permitan apoyar a la economía sin poner en riesgo el objetivo prioritario de la estabilidad de precios.

Un miembro consideró que desde la última decisión la inflación se ha comportado favorablemente, el peso se ha apreciado y el riesgo soberano, medido mediante los CDS, ha disminuido a niveles previos a la pandemia. Mencionó que, mientras tanto, la actividad económica sigue presentando un claro sesgo a la baja, a tal grado que se observó un superávit histórico de 6.7% del PIB en la cuenta corriente en el tercer trimestre. Advirtió que la vacuna contra el COVID-19 no cambiará el escenario de una recuperación débil en el corto plazo. Agregó que ante la austeridad fiscal, la política monetaria es el único instrumento contracíclico. Destacó que, de acuerdo a la postura monetaria, todavía hay espacio para entablar un esfuerzo más expansivo, dado que la tasa neutral es menor dada la drástica caída de la actividad económica. Añadió que de no atenderse las afectaciones que limitan la inversión, se producirán daños estructurales irreparables para las generaciones futuras. Ante la

expectativa de que la recuperación económica será frágil, difícil y prolongada se necesita adoptar, como prácticamente en el resto del mundo, una postura altamente acomodaticia y subrayar que permanecerá así por un largo tiempo. En consecuencia, opinó que el Banco Central debe continuar con el ciclo de baja de la tasa de interés de referencia y las medidas complementarias que lo han acompañado. Expresó que frente al panorama descrito y considerando el rezago con la cual opera la política monetaria, es imperativo reducir la tasa de referencia. Agregó que durante la crisis financiera de 2009 se mantuvieron tasas reales muy bajas, e incluso negativas, que hicieron compatible el estímulo monetario con una relativa estabilidad de los precios. Opinó que es necesaria una tasa real menor que la que se estableció en ese momento, pues el impacto de la presente crisis en la actividad económica es mucho mayor y la recuperación se vislumbra más lenta. Sostuvo que las desviaciones temporales de la inflación cuando esta se encuentra en la trayectoria prevista no deben provocar una sobre-reacción, ya que las distorsiones al alza en la inflación derivadas de la pandemia tenderán a disiparse en los próximos meses. Enfatizó que el nivel de las tasas de interés debe fortalecer el financiamiento, sin comprometer la estabilidad financiera. Notó que un nivel bajo de tasas de interés reduce el riesgo de incumplimiento de los préstamos a tasa variable, los cuales son una fracción significativa del crédito otorgado a empresas, y mejora las condiciones de renegociación de los acreditados. De igual forma, incrementa la valuación de los activos, mejorando el balance de las instituciones financieras y las garantías de las empresas para adquirir préstamos. Recalcó que uno de los mensajes del pasado Reporte de Estabilidad Financiera es que una recuperación de la actividad económica y del empleo contribuye a disminuir la tasa de incumplimiento de los créditos, por lo que en estos momentos el estímulo monetario a la economía es compatible con la estabilidad financiera. Señaló que un pausa en el ciclo de relajación monetaria, cuando hay espacio para profundizarlo, es auto limitar el impulso monetario que exige la recuperación económica. Por ello, se debe continuar con la reducción de las tasas de interés para reforzar la señal de nuestro compromiso al respecto. Dado el rezago con el que actúa la política monetaria, no es adecuado que se tenga la expectativa de que el relajamiento se detendrá por un tiempo, sino por el contrario, que este va a continuar y que persistirá en el mediano plazo hasta que la economía muestre una mejoría sostenida. De esta forma los hogares y empresas pueden mitigar la incertidumbre actual con la permanencia de un

menor costo de financiamiento. Concluyó que el punto terminal del ciclo a la baja depende del tiempo en que la actividad económica inicie una respuesta sensible al estímulo monetario. De igual forma, la velocidad del ciclo de relajación monetaria deberá considerar la evolución de los riesgos del panorama inflacionario. Consideró que actualmente es posible continuar con el ciclo de relajación ya que se estima que la inflación converja a la meta y que los múltiples riesgos, internos y externos, se encuentran bien evaluados para enfrentarlos de manera eficiente. Aseveró que de momento debe aprovecharse esta oportunidad para continuar con un estímulo monetario consistente con la estabilidad de precios, ya que cualquier desbalance más adelante podría limitar el margen de maniobra del Banco de México.

3. DECISIÓN DE POLÍTICA MONETARIA

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

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

4. VOTACIÓN

Alejandro Díaz de León Carrillo, Irene Espinosa Cantellano y Javier Eduardo Guzmán Calafell votaron a favor de mantener el objetivo para la Tasa de Interés Interbancaria a un día en 4.25%.

Gerardo Esquivel Hernández y Jonathan Ernest Heath Constable votaron a favor de reducir el objetivo para la Tasa de Interés Interbancaria a un día a un nivel de 4.00%.

5. OPINIONES/VOTOS DISIDENTES

Voto. Gerardo Esquivel Hernández

La inflación anual de noviembre disminuyó en 76 puntos base con respecto a octubre (de 4.09% a 3.33%). Aunque es posible que esta reducción se deba parcialmente a factores transitorios, analistas privados anticipan que la inflación cerrará 2020 en 3.4%, una expectativa bastante más favorable que la del momento de la decisión previa (3.95%). Hacia delante, las expectativas de inflación se mantienen estables, mientras que los pronósticos del Banco estiman una inflación cercana a la meta a partir del tercer trimestre de 2021. Si bien la inflación subyacente se mantiene ligeramente alta, esto se debe a factores asociados a la primera fase del confinamiento, los cuales se prevé que se desvanecerán hacia el segundo semestre de 2021. Considerando la holgura de la economía, la fuerte apreciación cambiaria, la reducción en el riesgo-país y los pronósticos de precios de los energéticos, no se prevén presiones inflacionarias en el corto plazo. Por todo ello, y dado que la reactivación económica se anticipa relativamente lenta y que tanto el consumo como la inversión doméstica se mantienen débiles, considero que lo más prudente en esta ocasión habría sido reanudar el ciclo de relajamiento y disminuir la tasa de interés objetivo en 25 puntos base.

Voto. Jonathan Ernest Heath Constable

Mi voto por una reducción de 25 puntos base es una reiteración de mi posición de la pasada decisión de política monetaria. La razón fundamental es que enfrentamos una recuperación frágil, difícil y prolongada después de la profunda caída en la actividad económica y su impacto negativo en el mercado laboral. En este último mes hemos presenciado una reducción importante en la inflación, junto con una apreciación significativa del peso y una percepción de riesgo ya cercano a los niveles que existían antes del inicio de la pandemia. Asimismo, se anticipa una tasa de inflación para fin

de año muy cerca al objetivo puntual del Banco, mientras que es inminente que muchas entidades federativas regresarán a semáforo rojo ante el recrudecimiento de la pandemia. Por lo mismo, considero erróneo mantener esta pausa y perder así la oportunidad de instrumentar una postura monetaria más acomodaticia, congruente con la

crisis económica que enfrentamos y los espacios que nos brinda el panorama inflacionario. Pensar que en este contexto favorable necesitamos pausar para tener mayor claridad sobre los factores de riesgo, no pondera adecuadamente la dimensión de la crisis actual.

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 al cuarto trimestre sugiere que la gradual recuperación de la actividad económica mundial ha continuado, impulsada por la reapertura de diversas actividades productivas y los programas de apoyo a hogares y a empresas, si bien a un ritmo más moderado desde julio y de manera heterogénea entre países y sectores (Gráfica 1). No obstante el mayor optimismo generado por los avances en la aprobación, producción y distribución de las vacunas, la implementación de nuevas medidas de confinamiento ante el rebrote de casos de COVID-19 en varios países se ha empezado a reflejar en los indicadores de movilidad y en la confianza de los hogares y de los negocios de algunas de las principales economías avanzadas. Los efectos de esta segunda ola de contagios han variado en función de la evolución de la pandemia y de las medidas de confinamiento implementadas en cada país. Así, el desempeño de las economías sigue siendo diferenciado entre sectores, con los servicios siendo más afectados por las nuevas restricciones a la movilidad que el sector industrial. A su vez, el comportamiento de la inflación también ha continuado siendo diferenciado entre países, dependiendo tanto de la magnitud y dirección de los choques derivados de la pandemia, como de las circunstancias idiosincrásicas de cada país. En las principales economías avanzadas, la inflación continuó ubicándose por debajo de los objetivos de sus respectivos bancos centrales, mientras que en las emergentes su comportamiento siguió siendo heterogéneo.

En este entorno, los principales bancos centrales mantuvieron sus tasas de interés de política monetaria en niveles históricamente bajos, utilizando su balance para favorecer un buen funcionamiento de los mercados financieros y reiterando su intención de mantener una postura monetaria acomodaticia por un periodo prolongado.

Por su parte, en algunas de las principales economías avanzadas se anunciaron nuevos paquetes de estímulo fiscal, mientras que en otros casos los procesos de negociación se han extendido. Las medidas monetarias, financieras y fiscales implementadas en las economías avanzadas, junto con los avances en el desarrollo de vacunas para combatir al COVID-19 y la expectativa de un nuevo paquete de estímulo fiscal en Estados Unidos, favorecieron un comportamiento positivo de los mercados financieros internacionales.

En este contexto, los pronósticos de analistas del sector privado y organismos internacionales siguen anticipando una fuerte contracción de la economía mundial en 2020 y una gradual recuperación en 2021. No obstante, los pronósticos de mayor frecuencia de los analistas apuntan a una ligera revisión a la baja del crecimiento esperado para el cuarto trimestre de 2020 y el primero de 2021, particularmente en aquellos países que han implementado nuevas medidas de contención en respuesta al repunte en los contagios por COVID-19. A su vez, los avances en la aprobación, producción y distribución de las vacunas se han reflejado en una revisión al alza en los pronósticos de los analistas para la segunda mitad de 2021. Estas previsiones siguen sujetas a un alto grado de incertidumbre asociada a la evolución de la pandemia, a la producción y distribución de vacunas, a la suficiencia de estímulos fiscales para apoyar la recuperación, al posible agravamiento de conflictos sociales y a otras tensiones a nivel global.

Gráfica 1
Global: Índice de Gerentes de Compras:
Producción

Índice de difusión, a. e.



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

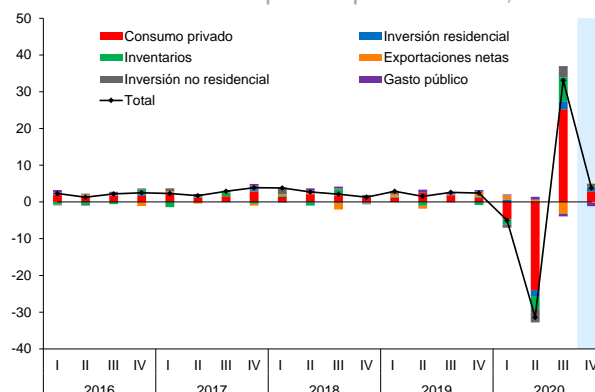
En Estados Unidos, los indicadores disponibles sugieren que la recuperación de la actividad económica continuó a principios del cuarto trimestre, aunque a un ritmo más moderado, después de registrar un crecimiento trimestral ajustado por estacionalidad de 7.4% en el tercero (Gráfica 2).¹ En particular, el aumento en los pedidos de bienes de capital durante octubre apunta a una continua recuperación de la inversión en equipo, mientras que el aumento en los inicios y ventas de casas indican un nuevo incremento de la inversión residencial. No obstante, las ventas al menudeo han disminuido y los indicadores de confianza de los consumidores se han moderado, reflejando la implementación de nuevas medidas de confinamiento. En este sentido, existe cierta incertidumbre sobre las perspectivas para la economía estadounidense asociada a la evolución de la pandemia, a la posible imposición de medidas adicionales de distanciamiento social y a la falta de consenso para aprobar un nuevo paquete de estímulo fiscal.

Luego de la ligera contracción que registró en septiembre, la producción industrial de Estados Unidos aumentó en octubre y noviembre a una tasa mensual promedio de 0.7%, reflejando la expansión de la actividad manufacturera. A su vez, la producción minera se recuperó en noviembre, después de haberse contraído en octubre como resultado de una caída en la extracción de petróleo y gas relacionada con afectaciones climáticas. Por su parte, la generación de electricidad y gas se contrajo en noviembre debido al clima inusualmente cálido. En cuanto a los índices de gerentes de compras del sector manufacturero (*PMI*, por sus siglas en inglés), estos se ubicaron en niveles elevados, sugiriendo una continua expansión en dicho sector.

En cuanto al mercado laboral de Estados Unidos, la tasa de desempleo siguió disminuyendo, al pasar de 6.9% en octubre a 6.7% en noviembre, si bien esto respondió en buena medida a una reducción en la fuerza laboral. Por su parte, el ritmo de generación de empleos en el sector no agrícola continuó moderándose, al pasar de 610 mil nuevas plazas en octubre a 245 mil en noviembre ante la imposición de nuevas medidas de confinamiento en algunas regiones. Asimismo, las solicitudes iniciales del seguro de desempleo se mantuvieron en niveles elevados.

¹ Expresado como tasa trimestral anualizada y ajustada por estacionalidad, el crecimiento del PIB de Estados Unidos en el tercer trimestre del año fue de 33.1%

Gráfica 2
EUA: PIB Real y Componentes
Variación trimestral anualizada en por ciento y contribuciones en puntos porcentuales, a. e.



a. e. / Cifras con ajuste estacional.

Fuente: BEA y Blue Chip Diciembre 2020.

En la zona del euro, algunas cifras disponibles al cuarto trimestre, como los índices de confianza de los consumidores, sugieren una moderación en el ritmo de recuperación de la actividad económica ante la reimposición de medidas de distanciamiento social en algunos países. Asimismo, el *PMI* del sector de servicios registró un fuerte deterioro en noviembre, ubicándose en zona de contracción. Por otra parte, después de meses de negociaciones, los líderes europeos alcanzaron un acuerdo sobre el próximo presupuesto de largo plazo y sobre un paquete de estímulo por un total de 1.8 billones de euros.

En el Reino Unido, el PIB creció a una tasa trimestral ajustada por estacionalidad de 15.5% en el tercer trimestre, luego de haberse contraído 19.8% en el segundo. Dicho comportamiento estuvo impulsado por el mayor dinamismo del consumo privado, de la inversión de los negocios y, en menor medida, del gasto público, en un contexto de relajamiento de las medidas de confinamiento. Algunos indicadores más oportunos como las ventas al menudeo continuaron recuperándose en octubre, aunque a un menor ritmo. Por su parte, los *PMI* siguieron registrando un deterioro en noviembre, sugiriendo una moderación de la actividad económica en el cuarto trimestre ante el incremento en los casos de COVID-19 y la imposición de nuevas medidas de distanciamiento social. En lo que se refiere al mercado laboral, la tasa de desempleo aumentó de 4.5% en agosto a 4.9% en octubre. En cuanto a las negociaciones del acuerdo comercial de salida entre

el Reino Unido y la Unión Europea, se mantiene la incertidumbre respecto a la posibilidad de que este se concrete antes del 31 de diciembre de 2020.

En Japón, después de tres trimestres consecutivos de contracciones, el PIB creció a una tasa trimestral ajustada por estacionalidad de 5.3% en el tercer trimestre del año. Dicho resultado reflejó el buen desempeño del consumo privado, impulsado por las medidas de estímulo, aunado al incremento de las exportaciones netas y del gasto del gobierno. Los indicadores disponibles al cuarto trimestre del año sobre consumo e inversión sugieren que la recuperación de la actividad económica continuó en octubre y noviembre, apoyada por la extensión de algunas medidas de estímulo. No obstante, el repunte de contagios y el restablecimiento de algunas restricciones podrían moderar el dinamismo de la actividad económica en diciembre. Respecto al mercado laboral, la tasa de desempleo aumentó de 3.0% en septiembre a 3.1% en octubre.

En las economías emergentes, el desempeño de la actividad económica ha sido heterogéneo en función de la evolución de la pandemia, del alcance y duración de las medidas para contenerla, de la importancia relativa de los sectores económicos más afectados y de las medidas de estímulo implementadas. En China, los indicadores de producción industrial, inversión fija y ventas al menudeo, siguieron mostrando una recuperación en octubre y noviembre. Lo anterior, aunado a la información disponible de comercio exterior y a los PMI de noviembre, sugiere que la recuperación de la economía continuará durante el cuarto trimestre del año. En cuanto a las economías de América Latina, si bien algunos indicadores oportunos al cuarto trimestre apuntan a cierta recuperación de la actividad económica en gran parte de la región, el rebrote de casos de COVID-19 y la imposición de nuevas restricciones a la movilidad en algunos países sugieren que la recuperación podría perder impulso.

Los precios internacionales de las materias primas registraron en general un comportamiento al alza desde la última decisión de política monetaria en México. En particular, los precios del petróleo se vieron impulsados por los avances en el desarrollo de las vacunas contra el COVID-19, por la expectativa de que se apruebe un nuevo paquete de estímulo fiscal en Estados Unidos y por el acuerdo de la OPEP y otros productores de un aumento limitado a 500 mil barriles diarios en la producción de petróleo para el próximo año, lo que mantendría recortes a la producción en alrededor de 7.2 millones

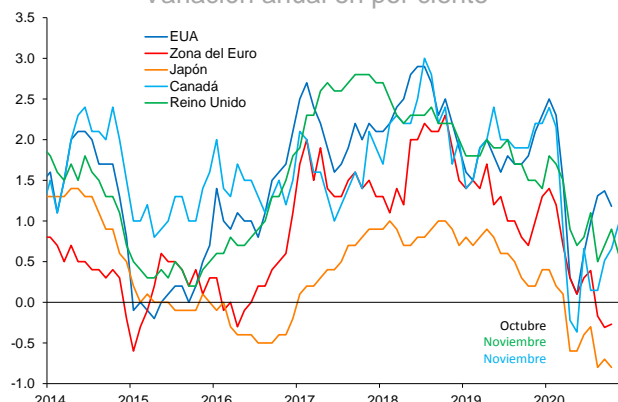
de barriles diarios en enero de 2021. Por su parte, los precios de los metales industriales mantuvieron su tendencia al alza ante la continua recuperación de la producción industrial a nivel mundial. Por último, los precios de los granos mostraron una elevada volatilidad ante las cambiantes condiciones climáticas en Estados Unidos y Canadá, registrando una disminución en semanas recientes después de aumentar durante noviembre.

A.1.2. Política monetaria y mercados financieros internacionales

La inflación a nivel mundial ha estado sujeta a diversos choques, tanto de oferta como de demanda, derivados de la evolución de la pandemia y de las medidas implementadas para su contención. En este contexto, en meses recientes la inflación ha mostrado un comportamiento heterogéneo entre países dependiendo tanto de la magnitud y dirección de los choques, como de las circunstancias idiosincrásicas de cada país. Así, en las principales economías avanzadas la inflación continúa ubicándose por debajo de los objetivos de sus respectivos bancos centrales (Gráfica 3). En este contexto, las expectativas de inflación derivadas de encuestas para estas economías han mostrado una mayor dispersión y cierta disminución desde el inicio de la pandemia, ubicándose en general por debajo de los niveles registrados al inicio de año. Por su parte, las expectativas derivadas de instrumentos financieros, luego de disminuir significativamente al inicio de la pandemia, mostraron cierta recuperación ante la reapertura de la actividad económica. En las economías emergentes, la inflación ha disminuido en algunos países como resultado de las afectaciones de la pandemia sobre la actividad económica y de las presiones a la baja sobre los precios de algunos servicios. Por otro lado, algunos otros países han seguido registrando presiones al alza provenientes, en gran medida, de incrementos en los precios de los alimentos y de la depreciación de sus divisas.

Gráfica 3 Economías Avanzadas Seleccionadas: Inflación General

Variación anual en por ciento

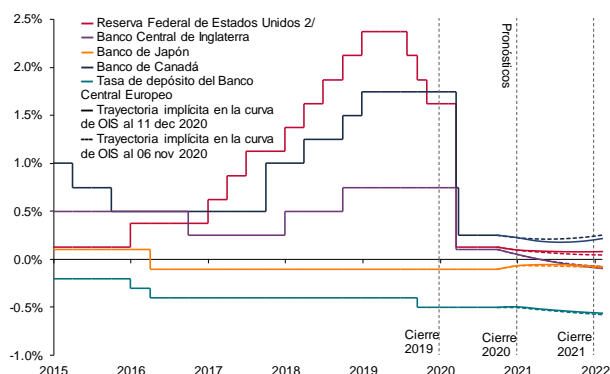


Fuente: Bureau of Labor Statistics, Eurostat, Bank of Japan, Statistics Canada, Office of National Statistics.

Así, los bancos centrales de las principales economías avanzadas mantuvieron sus tasas de interés de referencia en niveles históricamente bajos, siguieron promoviendo un funcionamiento ordenado de los mercados financieros mediante el uso de su balance y reiteraron su intención de mantener una postura monetaria acomodaticia por un periodo prolongado. En este sentido, las expectativas extraídas de instrumentos de mercado siguen anticipando que dichos bancos centrales mantendrán una postura de política monetaria altamente acomodaticia (Gráfica 4).

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

Porcentaje



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

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

Fuente: Banco de México con datos de Bloomberg.

Entre las decisiones de política monetaria recientes destacan:

i) En su reunión de diciembre, 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 espera que será apropiado mantener dicho rango hasta que las condiciones del mercado laboral hayan alcanzado niveles consistentes con su estimación de máximo empleo y que la inflación haya aumentado a 2% y esté encaminada a exceder moderadamente esta tasa durante algún tiempo. Además, indicó que continuará aumentando su tenencia de valores del Tesoro en al menos 80 mil millones de dólares por mes y de valores de agencia respaldados por hipotecas en al menos 40 mil millones de dólares por mes hasta que se haya logrado un progreso sustancial hacia sus objetivos de máximo empleo y estabilidad de precios. Asimismo, previo a su reunión de diciembre, anunció la extensión hasta marzo de 2021 de varias facilidades de crédito que hubieran expirado en los últimos días de este año. Dicha extensión aplica a las facilidades de crédito de papel comercial y de operador primario, así como a las facilidades de liquidez de fondos mutuos del mercado monetario y al programa de protección a la nómina. En este contexto, las medianas de los pronósticos del FOMC sugieren que la tasa de referencia permanecerá sin cambios hasta 2023. De igual forma, tanto las variables de mercado como el consenso de los analistas incorporan la expectativa de que dicho banco central mantendrá su tasa de referencia sin cambios durante 2020 y 2021.

ii) En su reunión de diciembre, el Banco Central Europeo no modificó sus tasas de referencia, manteniendo en 0.0, -0.5 y -0.25% las de refinanciamiento, de depósitos y de préstamos, respectivamente. Reiteró que espera que dichas tasas se mantengan en sus niveles actuales o por debajo de 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 haya reflejado consistentemente en la dinámica de la inflación subyacente. Por otro lado, anunció diversas medidas para preservar condiciones financieras favorables durante la pandemia. De este modo, aumentó el Programa de Emergencia de Compra de Activos (PEPP) en 500 mil millones de euros a un total de 1,850 mil millones de euros, extendiendo su duración hasta marzo de 2022 y el plazo de reinversión de pagos de principal de vencimientos hasta finales de 2023. También anunció ajustes a las condiciones de las operaciones de refinanciamiento de largo plazo (TLTRO III), entre ellos, extender hasta junio de 2022 las condiciones favorables de financiamiento y realizar tres operaciones adicionales entre junio y diciembre de 2021. En el mismo sentido, realizará cuatro operaciones adicionales de refinanciamiento a largo plazo por emergencia pandémica (PELTRO) en 2021 y extendió las medidas de relajamiento de colateral hasta junio de 2022. Además, extendió hasta marzo de 2022 las líneas swap y facilidades de reportos con los bancos centrales del Eurosistema y con aquellos fuera de la zona del euro. El Consejo señaló estar dispuesto

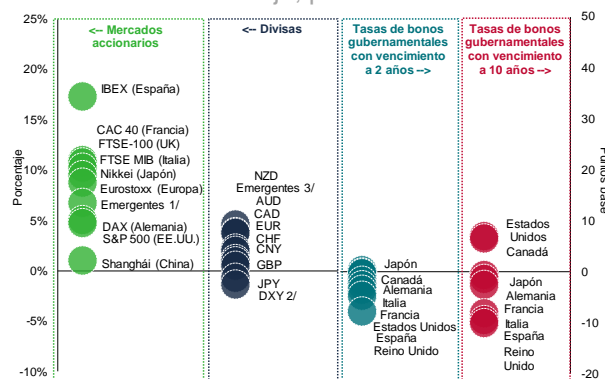
a ajustar sus instrumentos según sea apropiado para asegurar que la inflación avance hacia su objetivo de forma sostenida, en línea con su compromiso de simetría.

- iii) En su reunión de diciembre, el Banco de Canadá mantuvo sin cambio su tasa de interés de referencia en 0.25% y reiteró que la mantendrá en niveles cercanos a cero hasta que la holgura se haya reducido, de tal manera que su meta de inflación de 2% se alcance de manera sostenida, lo cual prevé sucederá hasta 2023. Asimismo, mantuvo su programa de compra de activos sin cambio e indicó que este continuará hasta que la recuperación esté bien encaminada y lo ajustará según sea necesario para ayudar a que la inflación vuelva a la meta de manera sostenible.

En las economías emergentes, desde la última decisión de política monetaria en México la mayoría de los bancos centrales mantuvieron sin cambio sus tasas de interés de referencia, con excepción de países como Turquía, que aumentó su tasa de interés, y de Filipinas e Indonesia, que la disminuyeron. Asimismo, algunos bancos mantuvieron diversas 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 un comportamiento positivo y una menor volatilidad. Lo anterior debido principalmente a los avances en el desarrollo de vacunas para combatir al COVID-19 y a la expectativa de un nuevo paquete de estímulo fiscal en Estados Unidos, si bien en diversos países el número de casos de COVID-19 y las medidas de confinamiento asociadas siguieron aumentando. Así, los activos financieros de las economías avanzadas presentaron movimientos positivos y se registraron ganancias en los principales índices accionarios (Gráfica 5). Por otro lado, en los mercados cambiarios el dólar se depreció ligeramente frente a la mayoría de las divisas de países desarrollados y las tasas de interés de bonos gubernamentales de largo plazo mostraron una relativa estabilidad. Por su parte, las economías emergentes registraron entradas netas de capitales, tanto a activos de renta fija como variable. Los mercados accionarios de estas economías exhibieron ganancias, mientras que sus divisas, en general, se mantuvieron relativamente estables, aunque con un ligero sesgo a la apreciación (Gráfica 6).

Gráfica 5
Variación de Indicadores Financieros
Seleccionados del 6 de noviembre al 11 de
diciembre de 2020
Porcentaje; puntos base



1/ Índice MSCI de países emergentes que incluye a 24 países. 2/ DXY: promedio ponderado calculado por el Intercontinental Exchange (ICE) del tipo de cambio nominal de las seis principales divisas operadas mundialmente con los siguientes pesos: EUR: 57.6%, JPY: 13.6%, GBP: 11.9%, CAD: 9.1%, SEK: 4.2%, y CHF: 3.6%. 3/ Índice de J.P. Morgan que se construye a través de un promedio ponderado del tipo de cambio nominal de divisas de países emergentes con los siguientes pesos: TRY: 8.3%, RUB: 8.3%, HUF: 8.3%, ZAR: 8.3%, BRL: 11.1%, MXN: 11.1%, CLP: 11.1%, CNH: 11.1%, INR: 11.1% y SGD: 11.1%.
Fuente: Bloomberg y ICE.

Gráfica 6
Desempeño de Activos de Países Emergentes
del 09 de noviembre al 11 de diciembre 2020
Porcentaje, puntos base

Región	País	Divisas	Bolsas	Tasas de interés 2A	Tasas de interés 10A	CDS
América Latina	México	1.11%	9.73%	1	-33	3
	Brasil	5.66%	10.46%	-25	-41	-14
	Chile	3.07%	4.59%	12	25	-2
	Colombia	5.84%	12.42%	10	-2	0
Europa emergente	Rusia	4.19%	9.63%	22	19	0
	Polonia	3.44%	8.64%	6	9	-2
	Turquía	3.12%	11.10%	-10	-5	-72
	Rep. Checa	3.10%	8.13%	17	8	-2
	Hungría	3.80%	12.27%	-2	11	-3
Asia	Malasia	1.44%	10.51%	13	7	1
	India	0.67%	8.22%	24	23	-7
	Filipinas	0.14%	8.38%	-8	2	-1
	Tailandia	1.82%	15.30%	-9	9	-3
	Indonesia	-0.11%	10.87%	-46	-34	-9
África	Sudáfrica	1.65%	3.50%	52	10	-20

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

Hacia delante, el comportamiento de los mercados financieros dependerá de diversos factores tales como la evolución de la pandemia, la producción y distribución de una vacuna y la suficiencia de los estímulos fiscales para apoyar la recuperación de la actividad económica. Algunos factores de riesgo adicionales son los elevados niveles de endeudamiento, tanto del sector público como del privado; un aumento en el número de quiebras de

empresas en los sectores más afectados por la pandemia; conflictos geopolíticos y sociales en diversas regiones del mundo; y la posible salida del Reino Unido de la Unión Europea sin un acuerdo comercial, entre otros.

A.2. Evolución de la economía mexicana

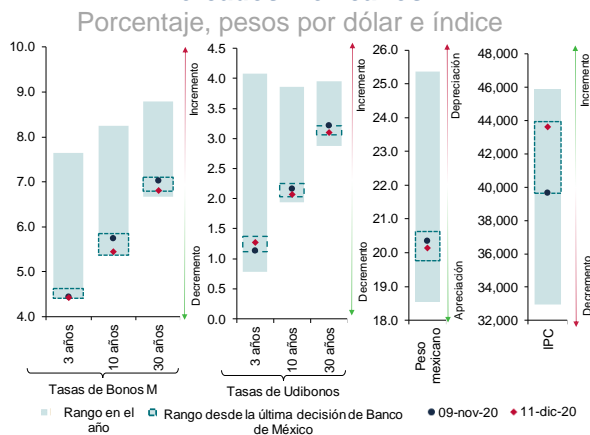
A.2.1. Mercados en México

Desde la última decisión de política monetaria a la fecha, los precios de los activos financieros en México presentaron un comportamiento positivo, en línea con lo observado en otras economías emergentes (Gráfica 7). Lo anterior se presentó en un entorno de menor volatilidad, tras el resultado electoral en Estados Unidos, y en el que persiste la expectativa de que los bancos centrales de economías desarrolladas mantengan una postura acomodaticia por un periodo prolongado y en el que también se observó un resurgimiento en el número de casos de COVID-19 en distintas regiones. A pesar de esto último, las noticias positivas en cuanto a la efectividad y distribución de vacunas y la expectativa sobre estímulos fiscales adicionales en Estados Unidos generaron un soporte adicional a los activos de riesgo.

En el caso de la moneda nacional, esta operó en un rango entre 19.77 y 20.63 pesos por dólar, terminando el periodo con una apreciación de 1.11% (Gráfica 8). Ello, en un contexto en el que las condiciones de operación, tanto realizadas como prospectivas, mostraron una mejoría respecto al periodo de la decisión pasada, si bien permanecieron deterioradas respecto de los niveles previos a la pandemia.

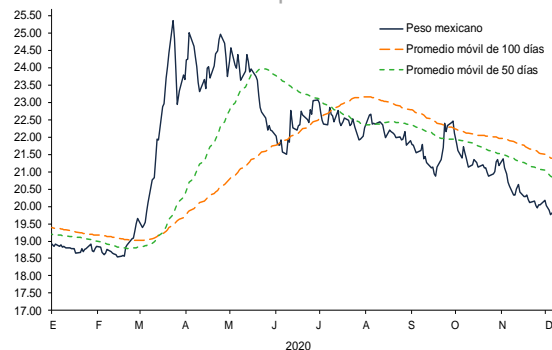
En este sentido, en línea con el establecimiento de un mecanismo *swap* entre el Banco de México y la Reserva Federal el pasado 19 de marzo, el 7 de diciembre la Comisión de Cambios instruyó al Banco de México a renovar vencimientos por un monto total de 3 mil millones de dólares, en las que el monto asignado ascendió 1.13 mil millones de dólares.

Gráfica 7 Desempeño y Condiciones de Operación de Mercados Mexicanos



Fuente: Elaboración de Banco de México

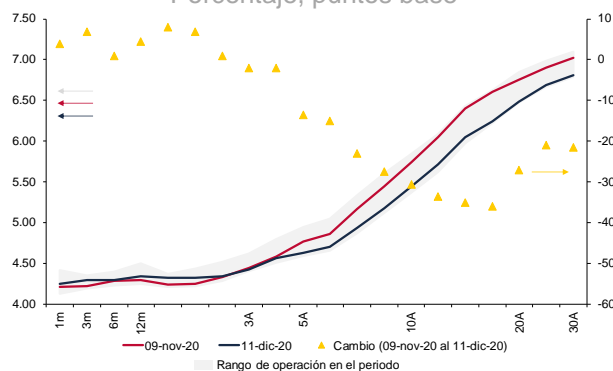
Gráfica 8 Tipo de Cambio del Peso Mexicano con Promedios Móviles



Fuente: Elaboración de Banco de México

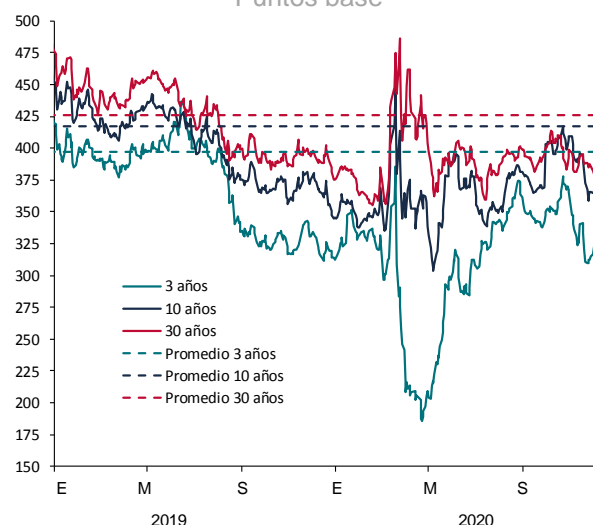
Por su parte, las tasas de interés de los valores gubernamentales presentaron movimientos diferenciados por plazo. En ese sentido, se observaron incrementos acotados en la parte de corto plazo de la curva y disminuciones en los nodos de mediano y largo plazo (Gráfica 9), lo que provocó una reducción del diferencial de 3 años - 30 años. La curva de rendimientos de instrumentos a tasa real mostró una dinámica similar 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 mostraron disminuciones respecto a la decisión de política monetaria de noviembre (Gráfica 10). Cabe destacar que estos movimientos ocurrieron en un entorno en el que las condiciones de operación mostraron una mejoría respecto al periodo de la decisión de política monetaria anterior.

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



Fuente: PIP

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

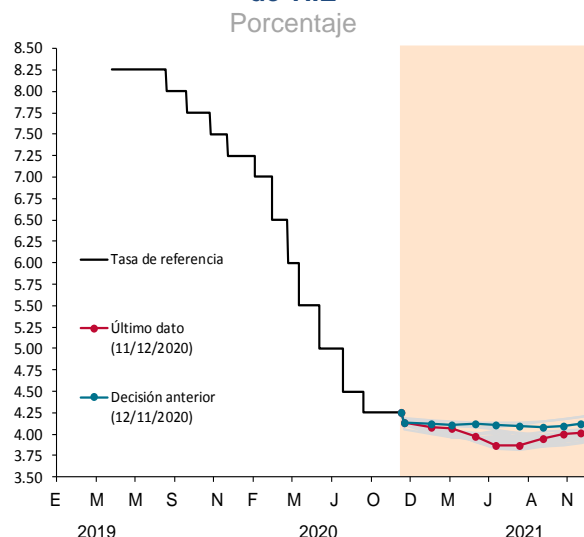


Fuente: PIP

En cuanto a las medidas anunciadas por el Banco de México en abril, el 4 de diciembre se publicó la primera convocatoria para financiamientos garantizados con activos crediticios calificados de la banca para su canalización a las micro, pequeñas y medianas empresas. Este programa tiene un monto disponible de 100 mil millones de pesos.

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 52% de probabilidad que la tasa objetivo se mantenga sin cambios en la decisión de diciembre (Gráfica 11). De manera relacionada, las expectativas del consenso de los analistas encuestados por Citibanamex anticipan que la tasa de interés de referencia se mantenga en 4.25%. Respecto del cierre de 2020, las variables de mercado, al igual que la mediana de la encuesta a economistas, prevén un nivel para la tasa objetivo de 4.25%. Finalmente, para el cierre de 2021 las variables de mercado anticipan un nivel para la tasa objetivo de 4.01%, mientras que la mediana de la mencionada encuesta a economistas se encuentra en un nivel de 4.00%.

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



Fuente: Elaboración de Banco de México con datos Bloomberg.

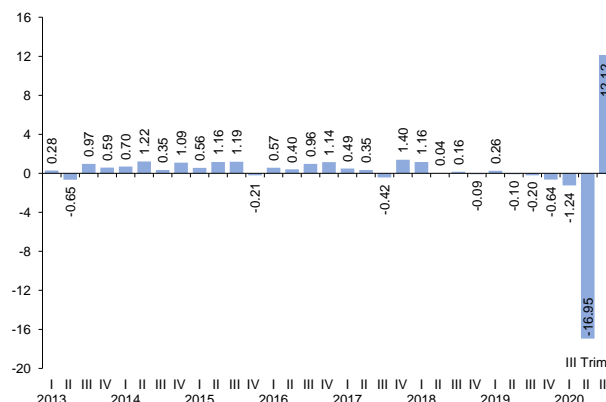
A.2.2. Actividad económica en México

En el tercer trimestre la actividad económica mostró una recuperación respecto de las severas afectaciones derivadas de la pandemia por COVID-19 en el segundo (Gráfica 12). Dicho comportamiento reflejó una recuperación de la demanda externa, la reapertura de diversas actividades y una mayor movilidad de la población. Si bien la información es limitada, indicadores disponibles sugieren que posterior a la recuperación del tercer trimestre, la actividad productiva continuó mejorando a inicios del cuarto, aunque permaneciendo por debajo de los niveles previos a la pandemia.

Con relación a la demanda externa, a inicios del cuarto trimestre siguió la recuperación de las exportaciones, derivada del desempeño favorable tanto de las exportaciones automotrices, como del resto de las exportaciones manufactureras, particularmente hacia Estados Unidos.² De este modo, las exportaciones se situaron en un nivel superior al registrado antes de la emergencia sanitaria (Gráfica 13).

² 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

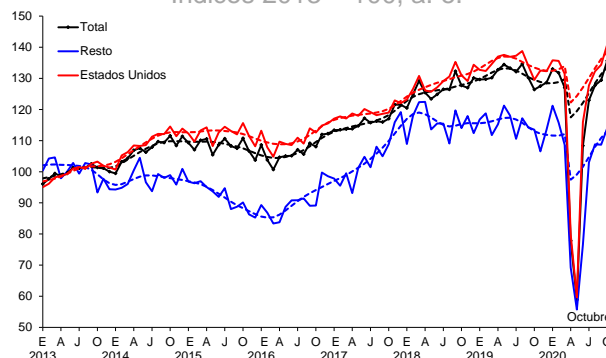
Gráfica 12
Producto Interno Bruto
Variaciones porcentuales trimestrales, a. e.



a. e. / Cifras con ajuste estacional.

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

Gráfica 13
Exportaciones Manufactureras Totales
Índices 2013 = 100, a. e.



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

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

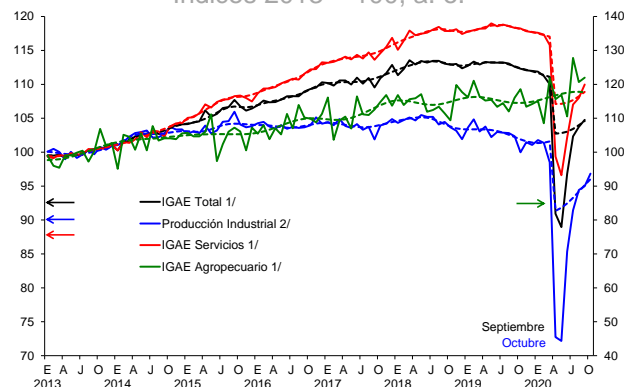
De acuerdo con su indicador mensual, en septiembre el consumo privado siguió exhibiendo una paulatina recuperación, aunque ubicándose aún por debajo de los niveles previos a la emergencia sanitaria. Este desempeño fue reflejo de una lenta reactivación del consumo de bienes y servicios de origen nacional, al tiempo que el rubro de origen importado frenó el avance registrado en los meses previos. Indicadores oportunos sugieren que este indicador habría continuado avanzando a principios del cuarto trimestre. En particular, en octubre y noviembre persistió la moderada mejoría de las ventas de vehículos ligeros, en tanto que las ventas de la ANTAD continuaron con un desempeño

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

positivo en general, destacando que en noviembre se vieron influidas por la campaña 2020 del “El Buen Fin”, que tuvo una mayor duración que las ediciones previas. Por su parte, en septiembre la inversión fija bruta revirtió parcialmente la recuperación exhibida entre junio y agosto y continuó ubicándose en niveles muy inferiores a los registrados antes de la emergencia sanitaria. Al interior de dicho indicador, el rubro de construcción revirtió parcialmente el repunte observado en agosto, al tiempo que la inversión en maquinaria y equipo exhibió en agosto y septiembre una marcada desaceleración en su ritmo de recuperación respecto de lo observado en junio y julio. Indicadores relacionados como las importaciones de bienes de capital sugieren que la inversión podría mostrar una mejora moderada a principios del cuarto trimestre.

Por el lado de la producción, a finales del tercer trimestre y principios del cuarto, la actividad productiva continuó exhibiendo una paulatina recuperación (Gráfica 14). En particular, en septiembre la mayoría de los subsectores que conforman las actividades terciarias siguieron recuperándose, si bien mostrando una amplia heterogeneidad en su desempeño. Así, se presentaron aumentos en los servicios de alojamiento temporal y de preparación de alimentos y bebidas; en los servicios de transporte e información en medios masivos; y en los servicios de esparcimiento y otros servicios. En contraste, el sector de los servicios educativos y de salud exhibió un ligero descenso. Por su parte, en octubre la actividad industrial siguió mejorando, si bien aún no recupera su nivel previo a la pandemia (Gráfica 15). A su interior, las manufacturas y la minería siguieron reactivándose, aunque esta última a un ritmo más moderado, en tanto que, a pesar de su avance en el mes, la construcción permanece en niveles bajos.

Gráfica 14
Indicadores de Actividad Económica
Índices 2013 = 100, a. e.



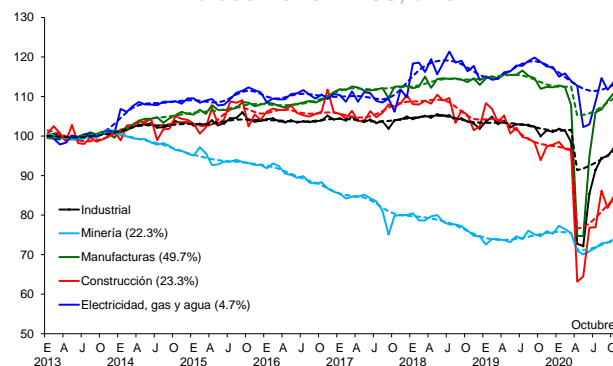
a. e. / Serie con ajuste estacional y serie de tendencia. La primera se representa con la línea sólida y la segunda con la punteada.

1/ Cifras a septiembre de 2020.

2/ Cifras a octubre de 2020 del Indicador Mensual de la Actividad Industrial.

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

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



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

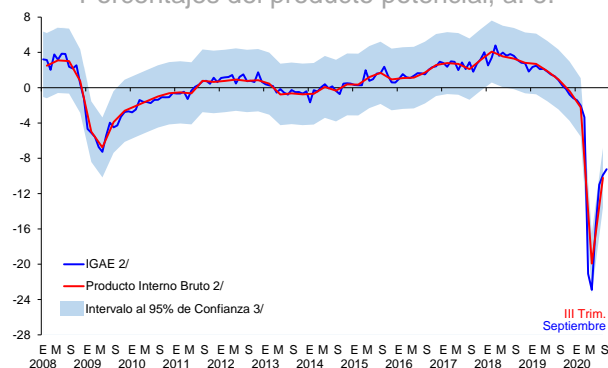
1/ Las cifras entre paréntesis corresponden a su participación en el total en 2013.

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

En cuanto a la posición cíclica de la economía, derivado de la paulatina reactivación de la actividad productiva y la mayor movilidad de la población, a lo largo del tercer trimestre se fue revirtiendo parcialmente el fuerte incremento en las condiciones de holgura observado en meses previos (Gráfica 16). Se anticipa que las condiciones de holgura hayan mantenido una amplitud considerable en el cuarto. Por su parte, de acuerdo con los resultados de la ENOE Nueva Edición, en octubre diversos indicadores del mercado laboral continuaron exhibiendo una moderada mejoría. En particular, la tasa de participación siguió aumentando en su comparación mensual, al tiempo que la tasa de subocupación se redujo nuevamente. A su vez, tanto la tasa de desocupación nacional, como la urbana, continuaron disminuyendo en el margen, si bien permanecen por encima de los niveles previos a la contingencia sanitaria (Gráfica 17). Asimismo, la creación de puestos de trabajo afiliados al IMSS continuó exhibiendo una moderada recuperación, situándose en noviembre aún por debajo del nivel reportado en febrero. Finalmente, como reflejo de la recuperación de la producción y de las horas trabajadas, en septiembre el costo unitario de la mano de obra en el sector manufacturero acumuló cinco disminuciones mensuales consecutivas, para ubicarse en un nivel ligeramente superior a los registrados antes de la pandemia de COVID-19 (Gráfica 18).

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

Porcentajes del producto potencial, a. e.



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

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

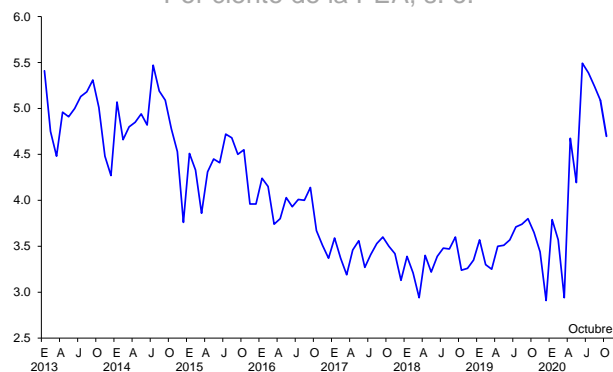
2/ Cifras del PIB al tercer trimestre de 2020 y del IGAE a septiembre de 2020.

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

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

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

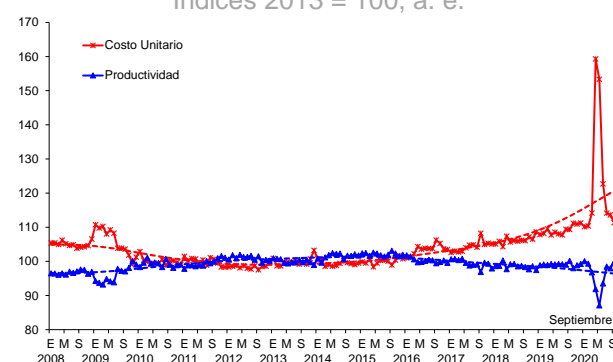
Gráfica 17
Tasa de Desocupación Nacional
Por ciento de la PEA, s. o.



s. o. / Serie original.

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

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



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

1/ Productividad con base en las horas trabajadas.

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

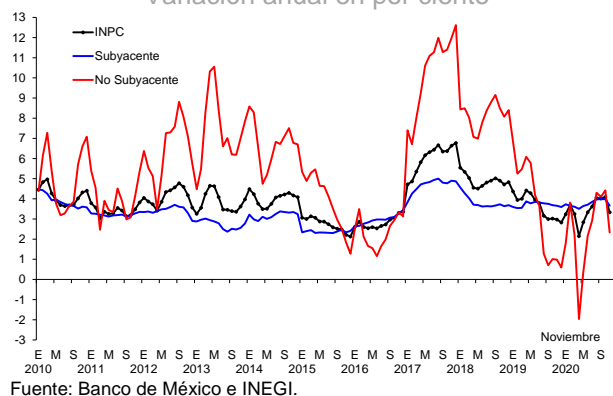
En octubre, el financiamiento interno a las empresas registró una contracción a tasa anual por quinto mes consecutivo, extendiendo la pérdida de dinamismo que se ha observado desde mayo. Lo anterior se debió principalmente a la reducción del crédito bancario a las empresas grandes, mismas que han moderado su demanda por este tipo de financiamiento respecto de lo observado al inicio de la pandemia. En tanto, el mercado interno de deuda corporativa continuó mostrando en octubre una recuperación en las nuevas colocaciones, luego de que estas presentaran un bajo nivel de actividad en el segundo trimestre. Por su parte, el crédito bancario a empresas de menor tamaño extendió su contracción a tasa anual. Respecto del crédito a los hogares, la cartera de vivienda siguió mostrando un

repunte en los montos colocados, si bien estos son menores a los registrados antes de la pandemia. La cartera de crédito bancario vigente al consumo continuó contrayéndose. En cuanto a las tasas de interés del crédito bancario a las empresas, estas se redujeron en octubre, al tiempo que los márgenes de intermediación se mantuvieron relativamente estables. A su vez, en ese mismo mes las tasas de interés del crédito a la vivienda hilaron su noveno mes consecutivo de reducciones, mientras que las de las tarjetas de crédito mostraron en agosto niveles similares a los observados en junio. Con relación a la calidad de la cartera, los índices de morosidad del crédito a las empresas e hipotecario se mantuvieron en niveles bajos, en tanto que los correspondientes al consumo permanecieron en niveles elevados e incluso aumentaron en el margen, luego de haber presentado reducciones en meses previos.

A.2.3. Comportamiento y perspectivas de la inflación

La inflación general anual disminuyó de 4.09 a 3.33% entre octubre y noviembre de 2020. Esta disminución se explica por menores niveles de inflación subyacente, influidos de manera importante por los efectos de “El Buen Fin”, así como por una notoria reducción en la no subyacente (Gráfica 19 y Cuadro 1).

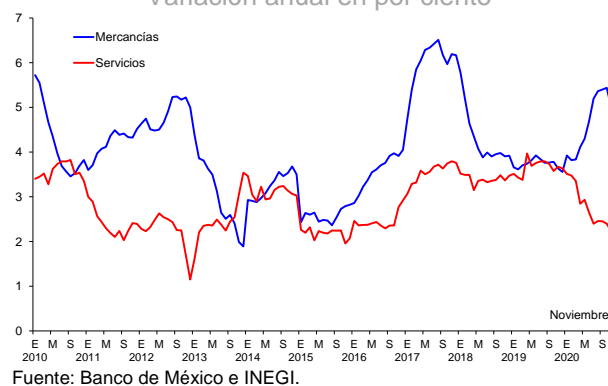
Gráfica 19
Índice Nacional de Precios al Consumidor
Variación anual en por ciento



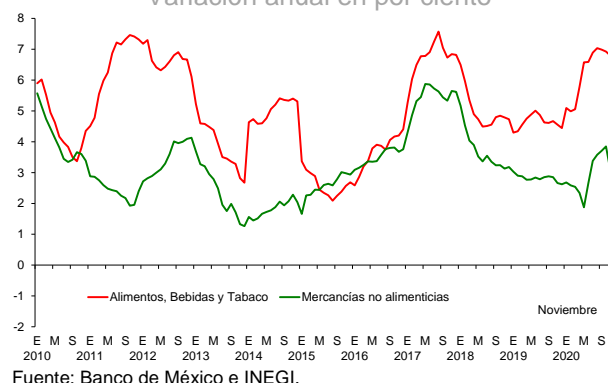
En cuanto al componente subyacente, su inflación anual se redujo de 3.98 a 3.66% entre octubre y noviembre. A su interior, la inflación de las mercancías disminuyó de 5.44 a 4.99% en ese periodo (Gráfica 20 y Cuadro 1). Este resultado se asocia, en mayor medida, con la marcada reducción en la inflación de las mercancías no alimenticias que pasaron de 3.85 a 3.06%, la cual se debió, principalmente, a las promociones de “El Buen Fin”.

En 2020, este programa presentó una mayor extensión en el periodo de ofertas, así como una mayor intensidad, particularmente con reducciones en los precios de la ropa, los muebles y aparatos domésticos, y los artículos de entretenimiento. En adición, la inflación de las mercancías alimenticias y de los servicios también descendieron en el periodo referido, aunque de manera más moderada (Gráfica 21), al pasar de 6.93 a 6.79% y de 2.40 a 2.22%, respectivamente. En particular, la inflación de los servicios continúa mostrando los efectos de las afectaciones asociadas a las medidas para contener la pandemia de COVID-19, las cuales han generado una disminución en la demanda por muchos de ellos, si bien la disminución en el periodo referido se debió, principalmente, a las menores variaciones anuales registradas en los precios de los servicios 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



Gráfica 22

Índice de Precios No Subyacente

Variación anual en por ciento

— No Subyacente
— Agropecuarios
— Energéticos y Tarifas Autorizadas por el Gobierno

Noviembre

2010 2011 2012 2013 2014 2015 2016 2017 2018 2019 2020

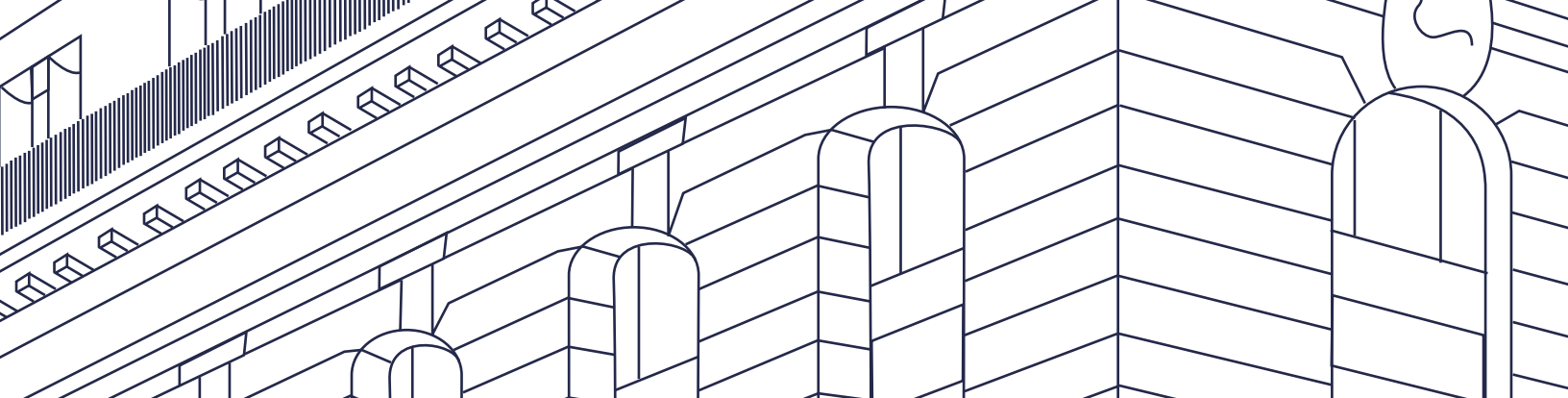
Fuente: Banco de México e INEGI.

La evolución de la inflación está sujeta a riesgos de corto y de mediano plazos, entre los que destacan los siguientes. A la baja: i) un efecto mayor al esperado por la brecha negativa del producto, mayores medidas de distanciamiento social o cierta persistencia en las reducciones de precios de “El Buen Fin”; ii) menores presiones inflacionarias globales; y iii) mayor apreciación cambiaria. Al alza: i) presiones en la inflación subyacente por la recomposición del gasto hacia las mercancías; ii) episodios de depreciación cambiaria; y iii) diversas presiones de costos para las empresas. El balance de riesgos alrededor de la trayectoria esperada para la inflación es incierto.

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

Concepto	Septiembre 2020	Octubre 2020	Noviembre 2020
INPC	4.01	4.09	3.33
Subyacente	3.99	3.98	3.66
Mercancías	5.40	5.44	4.99
Alimentos, Bebidas y Tabaco	6.99	6.93	6.79
Mercancías No Alimenticias	3.71	3.85	3.06
Servicios	2.45	2.40	2.22
Vivienda	2.20	2.12	2.09
Educación (Colegiaturas)	2.16	2.11	2.11
Otros Servicios	2.75	2.71	2.37
No Subyacente	4.10	4.42	2.33
Agropecuarios	8.16	9.61	7.20
Frutas y Verduras	12.76	16.24	9.50
Pecuarios	4.49	4.29	5.32
Energéticos y Tarifas Aut. por Gobierno	1.11	0.68	-1.13
Energéticos	-0.39	-0.71	-3.05
Tarifas Autorizadas por Gobierno	4.47	3.88	3.46

Fuente: INEGI.



BANCO DE MÉXICO®

Documento publicado el 7 de enero de 2021

