



BANCO DE MÉXICO®

Minuta número 83

Reunión de la Junta de Gobierno del Banco de México, con motivo de la
decisión de política monetaria anunciada el 25 de marzo de 2021



1. LUGAR, FECHA Y ASISTENTES

1.1. Lugar: Reunión celebrada por enlaces virtuales.

1.2. Fecha de la sesión de la Junta de Gobierno: 24 de marzo de 2021.

1.3. Asistentes:

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

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

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

Entorno Externo

Todos coincidieron en que la actividad económica global continuó recuperándose a un ritmo heterogéneo entre países y sectores. Algunos atribuyeron la recuperación al relajamiento de las medidas de confinamiento, al proceso de vacunación y a los estímulos fiscales y monetarios. **Uno** agregó que las economías con mayores apoyos, principalmente en las avanzadas, alcanzarán en un menor tiempo los niveles de actividad observados previos a la pandemia.

La mayoría destacó la mejoría en los pronósticos de crecimiento global. Algunos mencionaron la revisión al alza de las proyecciones de la OCDE para 2021 y 2022 a 5.6 y 4.0%, respectivamente. Para el caso de Estados Unidos, **algunos** subrayaron que el pronóstico de dicho organismo para 2021 se ajustó de 3.2 a

6.5%. **Uno** notó que, en contraste, en la zona del euro, Reino Unido y Japón dichas economías han mostrado una recuperación relativamente más débil.

La mayoría consideró que la expectativa de una recuperación más vigorosa en Estados Unidos está asociada a la aprobación del cuantioso estímulo fiscal y al avance en el proceso de vacunación. Uno comentó que se prevé que la brecha del producto en dicha economía será positiva antes de que termine el año y que se mantendrá en terreno positivo por los siguientes dos años. **Otro** consideró que la aprobación del paquete fiscal ha tenido un efecto sustantivo en las perspectivas económicas mundiales. Como riesgos para la economía global, **algunos** destacaron la evolución de la pandemia y posibles retrasos en los programas de vacunación.

La mayoría notó que los precios de las materias primas aumentaron. Destacó que los precios del petróleo mostraron incrementos significativos y volatilidad. Uno agregó que los aumentos en dichos precios se han moderado ante la decisión de la OPEP de mantener su oferta de crudo.

La mayoría señaló que la inflación global aumentó debido, principalmente, al incremento en los precios de los energéticos, destacando que en las economías avanzadas la inflación permanece en niveles por debajo de los objetivos de sus bancos centrales. Uno agregó que ello también reflejó el efecto de factores temporales y el término de los subsidios y recortes de impuestos que se habían implementado en algunos países como respuesta a la pandemia. **Algunos** comentaron que la inflación en la mayoría de las economías emergentes ha aumentado recientemente. **Uno** consideró que la depreciación cambiaria contribuyó a lo anterior. **Otro** indicó que en algunas de estas economías la inflación continúa cerca o incluso por debajo de los objetivos de sus respectivos bancos centrales.

La mayoría comentó que las expectativas para la inflación mundial se revisaron al alza, particularmente las de Estados Unidos, ante un mayor estímulo fiscal y la perspectiva de una recuperación más vigorosa. Algunos notaron que la compensación por inflación y riesgo inflacionario de mediano plazo se ha incrementado. **Uno** detalló que para Estados Unidos la prima por riesgo inflacionario subió 50

puntos base en lo que va del año y que la inflación esperada de cinco años en cinco años alcanzó 2.4%. **Otro** destacó que los activos de renta fija han comenzado a incorporar las mayores expectativas de inflación. **Algunos** agregaron que se prevé que el estímulo fiscal propicie un mayor crecimiento, sin presionar de manera significativa a los precios. **Uno** consideró que ello supone una baja pendiente en la curva de Phillips. **Otro** recordó que la inflación de dicho país ha permanecido persistentemente baja en los últimos años, por lo que aún está por verse si la recuperación económica incide en esta ocasión en forma sostenida sobre los precios.

La mayoría mencionó que los bancos centrales de economías avanzadas reiteraron su intención de mantener posturas monetarias acomodaticias. Destacó que la Reserva Federal prevé mantener una postura acomodaticia por un periodo prolongado, y que dicha institución considera transitorias las presiones inflacionarias en 2021, y por ello no se requerirá de un incremento en la tasa de fondos federales hasta 2023. **Uno** resaltó que dicho banco central mantuvo el rango para su tasa de referencia y su programa de compra de activos por 120 mil millones de dólares, a pesar de que las presiones inflacionarias parecen ser de demanda. Al respecto, **otro** indicó que un primer elemento de incertidumbre respecto de la postura monetaria de la Reserva Federal se refiere precisamente al programa de compras de activos que se había diseñado para un entorno de debilidad de demanda y que ahora se encuentra en una coyuntura de crecientes emisiones de deuda pública y de alta incertidumbre en la parte media y larga de la curva de rendimientos. Notó que un eventual anuncio de un ajuste a la baja en las compras de activos podría tener efectos significativos en los mercados. **Uno** añadió que un mayor apretamiento en las condiciones financieras, derivado de una posible reversión del estímulo monetario, en un contexto de niveles históricos de deuda pública y privada, podría representar un riesgo para la estabilidad financiera global. **Otro** apuntó que la trayectoria de la tasa de interés implícita en instrumentos de mercado indica que la tasa de referencia comenzará a aumentar en 2022, lo cual difiere de las previsiones de la Reserva Federal. Añadió que esta discrepancia, así como la volatilidad

observada en los mercados globales, podría deberse a una falta de comprensión o confianza en la implementación del nuevo marco de política monetaria. En este sentido, recordó el carácter sumamente acomodaticio que imprime a la política monetaria el cambio en los objetivos de largo plazo anunciado en agosto pasado por la Reserva Federal. Mencionó que, por un lado, el objetivo de máximo empleo es más ambicioso que antes, ya que este ahora se define como de base amplia e incluyente. Apuntó que dicho Banco Central ha reconocido que los beneficios de la recuperación económica alcanzan a los menos favorecidos únicamente después de varios años de crecimiento sostenido. Señaló que, por otro lado, el objetivo de estabilidad de precios es más laxo que antes ya que, después de que la inflación ha permanecido por debajo de 2% por un cierto periodo, ahora se permitirá que la inflación se ubique moderadamente por encima del 2% por un cierto tiempo. Concluyó que lo anterior implica que la política monetaria deberá permanecer en una posición acomodaticia por un periodo más prolongado de lo que implicaba el régimen anterior. Subrayó que sería previsible que la discrepancia en la trayectoria de las tasas se disipe en la medida en que la Reserva Federal transmita señales claras y consistentes.

La mayoría observó que algunos bancos centrales de economías emergentes han comenzado a implementar una política monetaria menos laxa e inclusive han incrementado su tasa de referencia. **Uno** dijo que esto ha sido en algunos casos de manera sorpresiva y comentó que ello se ha llevado a cabo en un contexto de presiones inflacionarias. **Otro** destacó que la gran mayoría de los bancos centrales en estas economías mantienen posturas monetarias fuertemente acomodaticias. Señaló que, si bien es cierto que algunos bancos centrales de estos países han incrementado recientemente sus tasas de referencia, debe resaltarse el carácter idiosincrásico de estas decisiones, por lo que no deberían hacerse extrapolaciones simplistas de dichos episodios.

Todos destacaron el cuantioso estímulo fiscal aprobado recientemente en Estados Unidos. La mayoría observó que dicho estímulo equivale aproximadamente a tres veces la brecha del producto de ese país en 2020. **Uno** detalló que representa más de 9% del PIB de 2020

y que se agrega al déficit ya previsto para 2021 de alrededor de 10.3% del PIB. Notó que actualmente se está evaluando en Estados Unidos un paquete adicional de gasto en infraestructura. Apuntó que no es claro cuánto de las amplias transferencias que aumentarán el ingreso disponible de los hogares será gastado y en qué horizonte de tiempo. Destacó que en algunas economías avanzadas las transferencias de este tipo han sido ahorradas en mayor proporción a lo esperado, lo cual incrementa la incertidumbre en cuanto a la temporalidad del impacto del gasto fiscal en la demanda agregada y su efecto en la inflación. **Otro** mencionó que mientras algunos especialistas argumentan que dicho programa provocaría un sobrecalentamiento de la economía y el desanclaje de las expectativas de inflación, otros consideran que no generará un incremento persistente de la inflación por encima de su objetivo y un apretamiento prematuro en las condiciones financieras. Destacó que en cualquier caso la aprobación del estímulo ha tenido un efecto sustantivo en las perspectivas económicas mundiales y en los mercados financieros internacionales. **Uno** comentó que, para las economías emergentes, este entorno implica una mayor demanda externa, y por ende mayor expansión, dado el impulso proveniente del crecimiento más vigoroso en EEUU, pero también condiciones financieras más restrictivas.

Todos coincidieron en que los mercados financieros globales presentaron volatilidad y que se observaron incrementos en las tasas de interés de mediano y largo plazos de Estados Unidos, ante la aprobación de un cuantioso estímulo fiscal y mayores perspectivas de crecimiento. La mayoría señaló que se ha presentado un ajuste de portafolios. Algunos comentaron que, en general, se han observado condiciones financieras globales más restrictivas con incrementos en todos los plazos de las curvas de rendimiento. **Uno** agregó que la volatilidad en los mercados financieros se debe también a diversos factores como: i) el choque asociado a la pandemia, cuyo origen es ajeno al ciclo económico o financiero; ii) la perspectiva de una recuperación global heterogénea entre países, con diferencias significativas en sus curvas de rendimiento y con posibles ajustes cambiarios y en las cuentas externas; y iii) la modificación de la estrategia de política monetaria de la Reserva Federal, por lo que no hay información previa para anticipar o extrapolar las posibles acciones o la aplicación de

la nueva estrategia de respuesta de la Reserva Federal.

La mayoría mencionó que el dólar estadounidense mostró una apreciación y que los mercados accionarios de economías avanzadas presentaron aumentos moderados. Algunos señalaron el efecto positivo de la mejoría en las perspectivas de crecimiento. **Uno** mencionó que el sector tecnológico fue una excepción debido a una posible sobrevaluación de sus activos. **Otro** notó que los precios de los activos de riesgo en general se han incrementado por la excesiva liquidez, lo cual implica un riesgo latente de ajustes en dichos precios.

Algunos señalaron un entorno menos favorable para los mercados financieros de economías emergentes, que incorpora la expectativa de condiciones financieras globales más restrictivas. **La mayoría comentó que se registraron flujos de capital negativos, particularmente hacia activos de renta fija. Uno** mencionó que los de renta variable continúan registrando entradas, principalmente hacia la región asiática. **La mayoría destacó la recomposición de flujos de capital hacia la economía china. Ello ante el proceso de inclusión de sus instrumentos de deuda en índices de renta fija globales. Algunos** señalaron que, dados los niveles de las tasas de interés en ese país y el reducido riesgo cambiario de sus instrumentos, las demás economías emergentes enfrentan mayores retos para atraer flujos de capital. **Uno** agregó que el aumento en las tasas de interés de mediano y largo plazos en Estados Unidos también implica dificultades crecientes para atraer y retener capital, ajustes cambiarios y presiones al alza en las curvas de rendimiento. A los retos anteriores, añadió las afectaciones idiosincrásicas que la pandemia ha tenido en la fortaleza macroeconómica y en las perspectivas de recuperación de las economías emergentes. **Otro** señaló que en estas economías también se observó un ligero incremento en los indicadores de riesgo país.

Algunos identificaron como riesgo para los mercados financieros posibles sorpresas inflacionarias. Al respecto, **uno** destacó en este contexto el caso de Estados Unidos. **Otro** aludió a la posibilidad de que se revierta el estímulo monetario en diversas economías y espera que prevalezca el ambiente de incertidumbre hasta que se vean con mayor claridad los efectos del

estímulo fiscal sobre la inflación y las tasas de interés. **Uno** señaló que los mercados financieros globales continuarán viéndose favorecidos por las perspectivas de recuperación económica. Agregó que no puede descartarse la posibilidad de una reversión en las tasas de interés de largo plazo en caso de que las expectativas de mercado comiencen a alinearse con los mensajes de la Reserva Federal, si bien también podría haber episodios adicionales de volatilidad en tanto persista algún grado de incertidumbre o desconfianza sobre la trayectoria futura de las tasas de interés.

Actividad Económica en México

Todos resaltaron que la actividad económica nacional se desaceleró en enero y febrero. La mayoría señaló que la desaceleración se debió al recrudescimiento de la pandemia, a las nuevas restricciones a la movilidad, así como a la interrupción en el suministro de algunos insumos. Destacó que algunos indicadores oportunos apuntan a una contracción durante el primer trimestre de 2021. Uno detalló que el Indicador Oportuno de Actividad Económica sugiere una variación anual de -4% del IGAE en febrero. **Otro** externó que la recuperación económica se mantiene en una situación crítica.

Por el lado de la demanda, la mayoría coincidió en que la recuperación ha estado impulsada principalmente por el sector externo. Uno destacó que las exportaciones manufactureras rebasaron en enero los niveles previos a la pandemia. Al respecto, resaltó que se prevé que la demanda externa siga contribuyendo significativamente a la recuperación económica en México. Ello considerando el aumento en los pronósticos de producción industrial de Estados Unidos para 2021. Agregó que la recuperación de las exportaciones y la debilidad en las importaciones han contribuido a un amplio superávit comercial. **No obstante, la mayoría notó que el desempeño de las exportaciones se desaceleró durante enero. Algunos** destacaron que el retroceso en las exportaciones mexicanas se debió principalmente a la escasez mundial de insumos claves.

La mayoría comentó que la inversión y el consumo siguen mostrando atonía. Uno destacó que en los últimos meses ambos componentes se han desacelerado en función de las medidas adicionales de distanciamiento y

resaltó que la inversión presenta afectaciones considerables. **Algunos** añadieron que la inversión y sus componentes permanecen por debajo de los niveles previos a la pandemia, **uno** notó que los rubros de maquinaria y equipo nacional y de construcción siguen siendo los más afectados. **Algunos** agregaron que las importaciones de capital, la construcción y la venta de vehículos pesados continúan mostrando debilidad. Respecto del consumo, **uno** destacó que las ventas totales de la ANTAD, las ventas internas al menudeo de vehículos ligeros y el gasto semanal en tarjetas de crédito y débito registraron incrementos moderados y que todavía se encuentran en niveles inferiores a los alcanzados antes de la pandemia. **Otro** consideró que la pérdida de empleos y el deterioro en la confianza del consumidor sugieren que la recuperación del consumo seguirá siendo lenta, a pesar del dinamismo de las remesas. **Uno** resaltó que estas siguen siendo un soporte para el consumo de más de 1.7 millones de hogares y para la recuperación económica.

Por el lado de la oferta, todos resaltaron la pérdida de dinamismo en la producción a principios de año. Apuntaron que esto se debió, principalmente, a las restricciones de movilidad implementadas en algunas entidades y a la interrupción temporal en el suministro de algunos insumos industriales. La mayoría destacó que el sector manufacturero, en particular la industria automotriz, se vio afectado por la escasez de semiconductores. Uno recordó los cortes que se tuvieron en el suministro de gas natural y energía eléctrica en el país, derivados de los eventos climatológicos en el sur de Estados Unidos a mediados de febrero.

La mayoría apuntó que se espera una recuperación gradual y heterogénea entre sectores y regiones. Uno destacó que la recuperación ha sido diferenciada, y que los subsectores que todavía tienen una contracción de más de 5% en su actividad mensual respecto de los niveles previos a la pandemia representan alrededor del 26% del producto. Agregó que en la industria, las manufacturas han liderado la recuperación, mientras que la construcción presenta niveles de actividad menores en más de 10% respecto de los registrados a inicios de 2020. Añadió que los servicios han presentado un comportamiento aún más diferenciado, en el cual

los que se prestan de manera presencial aún muestran afectaciones significativas.

La mayoría notó que la recuperación del mercado laboral ha perdido fuerza y que algunos indicadores se han deteriorado en el margen. **Uno** indicó que la tasa de participación nacional mostró un estancamiento en enero debido a una menor participación en la tasa urbana. **Otro** precisó que si bien a febrero de este año se han recuperado 9.7 de los 12.5 millones de empleos perdidos entre febrero y abril de 2020, dicha recuperación ha perdido dinamismo. Agregó que los puestos de trabajo afiliados al IMSS se ubicaron en febrero 3.28% por debajo de los registrados en el mismo mes de 2020. **Uno** mencionó que la estimación de la tasa de desocupación urbana se ubicó por encima de 6.5% en enero y la medida más amplia de desocupación, que incluye la población desocupada, la subocupada y la disponible para trabajar, aumentó en 900 mil personas entre diciembre y enero. **Algunos** expresaron que es preocupante que el deterioro en el mercado laboral sea más fuerte para las mujeres, lo cual ha aumentado la brecha de género. **Uno** señaló que también han aumentado las diferencias entre grupos de edad.

La mayoría destacó el incremento en las expectativas de crecimiento de la economía mexicana para 2021. Mencionó que esto se debe principalmente a un mayor impulso de la demanda externa y a la previsión del avance en el proceso de vacunación. **Uno** añadió el desempeño de la actividad económica mejor a lo esperado en la segunda mitad de 2020 y la mayor actividad asociada al gasto del proceso electoral de junio de 2021. **Otro** destacó que a partir del 15 de febrero inició en el país la jornada nacional de vacunación para adultos mayores. **Algunos** detallaron que conforme se relajan las restricciones a la movilidad y se logre un mayor avance en el proceso de vacunación, se espera una aceleración en el ritmo de recuperación hacia el segundo semestre del año. **La mayoría destacó que en las últimas semanas diversas fuentes han revisado al alza las expectativas de crecimiento para el año.** **Uno** consideró que es factible que la economía crezca más de 5% en 2021 a pesar de la debilidad en la inversión. También sostuvo que este crecimiento no será sostenible ni duradero en ausencia de una

recuperación importante de la inversión productiva en el mediano y largo plazos.

La mayoría notó que la actividad productiva continúa operando con un amplio nivel de holgura. **Uno** detalló que distintos indicadores dan cuenta de dicha holgura, lo que refleja una amplia subutilización de los recursos disponibles en la economía. Sostuvo que la brecha del producto continuó cercana a 7% y que la tasa de subocupación laboral se ubicó en 15%, cerca del doble del nivel observado en tiempos normales. **Otro** comentó que la información disponible sugiere que las condiciones de holgura mantendrán una amplitud considerable en el primer trimestre de 2021. **La mayoría mencionó que se anticipan amplias condiciones de holgura a lo largo del horizonte de pronóstico.** **Uno** comentó que la holgura podría disminuir conforme la reactivación económica sea más vigorosa. **Otro** agregó que la holgura será marcadamente diferente entre sectores.

Algunos destacaron que el balance de riesgos para la actividad económica se encuentra sesgado a la baja. **Uno** señaló que si bien este sesgo se ha reducido ante las mejores perspectivas económicas, persisten retos derivados de la debilidad de la demanda y del mercado laboral, así como de la evolución de la pandemia. **Otro** resaltó que, a pesar de la mejoría de la recuperación esperada, destacan los siguientes riesgos: i) mayores contagios o retrasos en el programa de vacunación; ii) afectaciones en el suministro de insumos para la producción; iii) volatilidad en los mercados financieros; iv) deterioro en la calidad de la cartera crediticia; v) menores ingresos públicos, afectación al riesgo soberano y al acceso a los mercados financieros; e vi) incertidumbre que afecte a la inversión.

Inflación en México

Todos mencionaron el aumento que registró la inflación general anual. **Algunos** notaron que este incremento resultó mayor a lo esperado. **Uno** detalló que esta se situó por encima de las expectativas del consenso del mercado e incluso por encima de la expectativa más elevada recabada en la última encuesta. Puntualizó que aquellos bienes y servicios cuyos precios son más susceptibles a presiones de los precios de los energéticos y del tipo de cambio son los que más están aumentando. **Otro** señaló que la pandemia

ha implicado cambios de precios relativos, con presiones al alza sobre la inflación de las mercancías y a la baja en la de los servicios. Agregó que a lo anterior se suman las presiones en los precios de algunas materias primas, principalmente las energéticas. Afirmó que todo lo anterior refleja los choques a los que ha estado sujeta la inflación. **Uno** notó que si bien el nivel de la inflación en la primera quincena de marzo se situó por encima del intervalo establecido por el Banco de México, esto no debe interpretarse como un aumento generalizado de los precios. Detalló que la proporción de bienes y servicios con variaciones mensuales significativas e inferiores a sus promedios históricos se encuentra cercana al 50% y el porcentaje es mayor al considerar únicamente los componentes de la inflación subyacente. Consideró que lo anterior no se ha traducido en una menor inflación debido a que el componente intensivo de aumentos en algunos precios ha predominado sobre el componente extensivo de la reducción en la inflación de la mayoría de los precios.

La mayoría señaló que la inflación subyacente aumentó en la primera quincena de marzo, destacando **algunos** en este contexto el comportamiento ascendente del componente de mercancías no alimenticias. **Uno** detalló que esto se debió principalmente a los incrementos en los precios de muebles y aparatos domésticos, ropa y calzado, material de entretenimiento, y vehículos y accesorios. Agregó que, por su parte, el componente de las mercancías alimenticias se mantuvo elevado. **Algunos** subrayaron la desaceleración de la inflación de los servicios e indicaron que los menores niveles de la inflación de servicios educativos contrarrestaron parcialmente las presiones en los precios de las mercancías. **Uno** apuntó que la inflación de los servicios rompió la dinámica descendente que se venía observando desde enero. Subrayó que su incremento reflejó los aumentos en los precios de los servicios de telecomunicaciones y de transporte. Resaltó que continuaron registrándose menores incrementos en los precios de la vivienda y la educación, sugiriendo la prevalencia de la debilidad en el mercado interno. **Otro** señaló que la inflación subyacente fundamental se mantiene en 3.17%.

La mayoría mencionó que la inflación no subyacente anual se incrementó de manera importante en la primera quincena de marzo, debido al incremento en los precios de los

energéticos. Uno destacó la aceleración en los precios del gas doméstico. **Otro** subrayó el incremento en los precios de los bienes agropecuarios, especialmente los pecuarios.

Algunos señalaron que las expectativas de inflación general para el cierre de 2021 aumentaron y que las de mediano y largo plazos se mantuvieron estables en niveles superiores a la meta de 3%. **Uno** resaltó que las correspondientes al final del año se acercaron al límite superior del intervalo de variabilidad del objetivo de Banco de México. **Algunos** mencionaron que la prima por riesgo inflacionario se ha incrementado en el margen. **Uno** notó que las expectativas de inflación anual extraídas de instrumentos de mercado permanecieron ancladas en niveles cercanos a 3% para el promedio de 1 a 10 años. **Otro** apuntó que si bien dichas expectativas continúan por debajo de 3.2%, han aumentado en el margen, al igual que la prima por riesgo inflacionario. **Uno** puntualizó que las primas de mercado por compensación por inflación tuvieron un aumento marginal en los nodos de 10 y 30 años, mientras que para el plazo de 3 años se mantuvieron en un nivel de 3.34%, continuando por debajo de su promedio histórico.

Todos mencionaron que se prevé un aumento de la inflación general en los próximos meses. La mayoría señaló que esta resentirá transitoriamente los efectos aritméticos asociados a la reducción en los precios de los energéticos del año pasado. Indicó que se sigue estimando que las inflaciones general y subyacente converjan a la meta de 3% a partir el segundo trimestre de 2022. Algunos detallaron que las trayectorias esperadas de corto plazo para la inflación son ligeramente mayores a las del Informe Trimestral Octubre-Diciembre 2020. **Algunos** mencionaron que se prevén mayores aumentos en los precios de los energéticos por la reactivación económica global. **Uno** comentó que se estima una mayor inflación subyacente anual debido a una trayectoria más depreciada del tipo de cambio y a los efectos indirectos del aumento en los precios de los energéticos. **Otro** mencionó que se prevé que tanto la inflación general como la subyacente comiencen a disminuir a partir de julio y que se ubiquen más cerca de la meta durante todo el segundo semestre de 2021.

En cuanto a los riesgos al alza para la inflación, la mayoría destacó posibles episodios de depreciación cambiaria. Algunos añadieron mayores presiones en las referencias de los precios de los energéticos. **Algunos** señalaron mayores presiones inflacionarias a nivel global y tensiones en la inflación subyacente por la recomposición del gasto hacia las mercancías. **Uno** apuntó la incertidumbre respecto de la disminución prevista para la inflación subyacente a partir de mayo, debido a la persistencia que esta ha mostrado por varios años. Comentó sobre el riesgo de posibles incrementos y volatilidad en los precios de materias primas en los mercados mundiales y de los servicios turísticos a nivel nacional. Añadió que las condiciones de holgura podrían ser insuficientes para contrarrestar los efectos de los choques de oferta sobre la inflación. **Otro** consideró que la baja inflación en los servicios dejará de contrarrestar la inflación de las mercancías conforme vayan reabriéndose las actividades en el país. Respecto de los riesgos a la baja, **algunos** destacaron las condiciones de holgura de la economía, las mayores medidas de distanciamiento social y posibles eventos de apreciación cambiaria.

Algunos señalaron que el balance de riesgos para la inflación está sesgado al alza. **Uno** precisó que dicho sesgo se observa en el corto plazo. **Otro** agregó que esto ocurre a pesar de los niveles de holgura en la economía, puesto que es previsible que continúen las presiones en la inflación subyacente por la recomposición del gasto derivada de la pandemia, y que la baja inflación de los servicios deje de contrarrestar la elevada inflación de mercancías conforme se reabran actividades. Asimismo, mencionó que pueden esperarse más episodios de depreciación cambiaria atribuibles a factores externos e internos y debido a una mayor inflación a nivel internacional. **Uno** consideró que el balance se ha deteriorado en el margen. **Otro** enfatizó que ninguno de los determinantes de la inflación ha sufrido un deterioro significativo que anticipe presiones al alza sobre los precios debido a que: i) persiste un amplio nivel de holgura; ii) el tipo de cambio ha resistido los episodios de volatilidad y la depreciación del peso ha sido moderada; y iii) a pesar de los incrementos en los precios internacionales del petróleo, se espera que su impacto sobre los precios internos se mitigue parcialmente con la política de precios del gobierno federal. **Uno** observó que tanto el entorno financiero mundial como el incremento y

la volatilidad en las referencias internacionales de los precios de los energéticos podrían representar presiones inflacionarias difíciles de anticipar.

Entorno Macrofinanciero

Respecto de los mercados financieros nacionales, todos mencionaron que el peso mexicano se depreció. La mayoría notó que su comportamiento ha sido volátil. Uno consideró que ello se deriva de la volatilidad en el mercado de bonos del Tesoro de Estados Unidos de largo plazo y que las tensiones cambiarias podrían reforzarse por afectaciones a la calificación soberana y/o de Pemex, el proceso electoral de junio y políticas internas que generan incertidumbre.

Con relación al mercado bursátil, la mayoría destacó que el índice de la bolsa de valores aumentó. Uno sostuvo que lo anterior se debió a la mejoría en las perspectivas de crecimiento económico, lo que le permitió registrar uno de los incrementos de mayor magnitud entre las bolsas de economías emergentes de 8%.

Todos destacaron los aumentos en las tasas de interés de mediano y largo plazos. La mayoría comentó que ello obedeció al incremento en las tasas de interés internacionales debido al impacto esperado del paquete fiscal en Estados Unidos. Algunos señalaron que la parte larga de la curva de México ha aumentado entre 80 y 100 puntos base. **Uno** mencionó que las tasas de corto plazo aumentaron hasta 20 puntos base, con lo cual la curva de rendimientos registró un empinamiento importante. Notó que los mercados nacionales han presentado un deterioro en las condiciones de operación y un aumento en la volatilidad, en línea con lo observado en los mercados internacionales. **Otro** destacó la posibilidad de que, ante una mayor convergencia entre las expectativas del mercado en Estados Unidos y las acciones y mensajes de la Reserva Federal, se observe no solo una reducción en las tasas de interés de mediano y largo plazos, sino también una apreciación del peso.

La mayoría resaltó que la prima de riesgo soberano aumentó debido al incremento en la aversión al riesgo global. Uno añadió el impacto de factores idiosincrásicos. **Otro** comentó que, a pesar del reciente incremento en la prima de riesgo, esta continúa en niveles bajos, similares a los registrados antes de la pandemia. Argumentó

que ello podría estar asociado a la disciplina fiscal en México. **Algunos** mencionaron que se observó una reducción en la tenencia extranjera de bonos gubernamentales. **Algunos** apuntaron que México se ha visto afectado por una recomposición de flujos de capital. En este contexto, destacaron que es importante monitorear los efectos de la integración del mercado financiero chino a los mercados internacionales. **Uno** notó que, a pesar de las entradas de capital en el mercado de renta variable, hubo una disminución en términos netos en esta tenencia. **Otro** consideró que, hacia delante, los mercados financieros nacionales podrían beneficiarse de las perspectivas favorables de crecimiento.

La mayoría comentó que el financiamiento al sector privado se contrajo por octavo mes consecutivo. **Algunos** notaron que dicha contracción se observó tanto en empresas grandes como en las de menor tamaño, si bien **uno** apuntó que la demanda de crédito de las PyMEs ha aumentado moderadamente. Destacó que dicha contracción confirma la expectativa de estrechamiento en la aprobación de créditos para el primer trimestre de 2021 que se observó en la encuesta EnBan. En este contexto, **otro** mencionó que la disminución en el financiamiento al sector privado ocurrió tanto por una menor colocación de deuda como por un menor crédito bancario, en un entorno de estrechas condiciones de otorgamiento a pesar de la disminución en las tasas de interés. **Uno** puntualizó que el crédito empresarial mostró una contracción real anual en enero de 5%, mientras que el crédito a las PyMEs disminuyó 8.2%. Advirtió que esto difiere de lo observado en otras economías, tanto avanzadas como emergentes, en donde el crédito empresarial ha continuado expandiéndose, impulsado, entre otros factores, por tasas reales de interés menores a las prevalecientes en México. **Algunos** señalaron que se observó una alta demanda de liquidez por parte de las empresas y los hogares. **Uno** apuntó que esto se debió a cuestiones precautorias y a un menor costo de oportunidad frente a la tenencia de activos de bajo o nulo rendimiento.

Otro advirtió que los riesgos para la estabilidad financiera se han ampliado. **Algunos** notaron que las empresas y familias presentan un mayor grado de morosidad. **Uno** añadió que esto se observó aun cuando la mayor parte de los créditos están contratados a tasa variable y se ven beneficiados por la política monetaria acomodaticia. Agregó que tasas de interés bajas tienden a reducir la

rentabilidad de las instituciones financieras, especialmente las más pequeñas, lo que junto con el incremento en la morosidad mencionado y los requerimientos regulatorios, puede disminuir el margen de maniobra para expandir la oferta de crédito. Esto en un contexto donde el exceso de liquidez global ha impulsado el perfil de toma de riesgos por parte de los inversionistas globales, lo cual ha afectado la valoración y riesgo de los portafolios de mercado de las instituciones financieras. **Otro** señaló que, aunque las tasas de interés del crédito bancario han seguido la dinámica de la tasa de fondeo, los márgenes de intermediación continúan en niveles superiores a los observados antes de la pandemia.

Uno advirtió sobre los apoyos adicionales del Gobierno Federal a Pemex anunciados recientemente, por un monto equivalente a 1% del PIB, a través de una menor carga fiscal, mayor capitalización y amortizaciones de deuda. Consideró que, si bien estos apoyos no afectarían el déficit presupuestario del sector público, sí implicarán emitir deuda en un entorno de mayores tasas de interés. Agregó que en los próximos años Pemex enfrentará vencimientos crecientes que difícilmente podrá honrar sin un plan estructural. En este contexto, sostuvo que es previsible que esta empresa continuará requiriendo del apoyo del Gobierno Federal y presionando a las finanzas públicas. **Otro** señaló que la disciplina fiscal ha distinguido a México de otros países que recurrieron a mayor endeudamiento. Mencionó que cada vez parece menos probable que la deuda soberana pierda el grado de inversión en los próximos años.

Algunos consideraron que es necesario fortalecer los fundamentos macroeconómicos para generar confianza y promover un ajuste ordenado de la economía nacional. **Uno** apuntó que los riesgos idiosincrásicos continúan aumentando, con repercusiones en el marco macroeconómico, institucional y de Estado de derecho. Destacó la situación financiera de Pemex y sus implicaciones en la calificación de la deuda soberana, así como la incertidumbre relacionada con la Ley de la Industria Eléctrica. Detalló que esta última ha generado una cantidad importante de procesos judiciales que hasta el momento han derivado en más de 20 suspensiones definitivas. Añadió que además de los efectos negativos sobre inversionistas privados, esto podría derivar en acciones por parte de diversos países, lo que

implicaría un ambiente de mayor incertidumbre, falta de confianza y volatilidad.

Política Monetaria

Considerando las previsiones de inflación descritas, los riesgos a los que están sujetas, así como la conveniencia de consolidar una trayectoria decreciente para la inflación general y subyacente hacia la meta de 3%, todos coincidieron en mantener el objetivo para la Tasa de Interés Interbancaria a un día en 4.00%.

Todos enfatizaron que la política monetaria debe procurar que las expectativas de inflación se mantengan ancladas, así como la tendencia decreciente de las inflaciones general y subyacente. Destacaron la importancia de que la inflación converja a su meta en el horizonte en que opera la política monetaria. La mayoría comentó que esta pausa en el ciclo de relajamiento no significa que este haya terminado y que hacia delante estarán atentos por si se presentan las condiciones necesarias para continuarlo. Mencionó que si bien la política monetaria puede contribuir a la recuperación, debe hacerlo sin poner en riesgo la estabilidad de precios. Además todos resaltaron que la conducción de la política monetaria enfrenta retos asociados, principalmente, con la evolución reciente de los mercados financieros y destacaron la importancia de un enfoque prudente y cauteloso. Finalmente, señalaron que hacia delante, la conducción de la política monetaria dependerá de la evolución de los factores que inciden en la inflación, en sus trayectorias previstas en el horizonte de pronóstico y en sus expectativas.

Un miembro argumentó que las economías emergentes siguen resintiendo los efectos de los choques asociados a la pandemia y que ahora también enfrentan los efectos del impulso fiscal estadounidense. Señaló que dicho impulso aumentará la demanda por exportaciones, apoyando así la recuperación, pero también presionará las tasas de interés a nivel global e incrementará los riesgos de ajustes abruptos en los mercados financieros. Destacó que en las economías emergentes pequeñas y abiertas, que necesitan complementar su ahorro interno con fuentes externas de financiamiento, es aún más importante mantener un entorno macroeconómico sólido que atraiga capital y propicie un ajuste

ordenado en la economía. Al respecto, consideró que la política monetaria debe contribuir manteniendo una inflación baja y alrededor de su meta, conteniendo los aumentos en las primas de riesgo y en las tasas de interés de mediano y largo plazos, así como los ajustes cambiarios. Notó que la pandemia ha implicado una contracción económica significativa y cambios profundos de precios relativos. Ello en un contexto de depreciación cambiaria, presiones en los ingresos fiscales, retos en la calificación crediticia soberana y aumentos recientes en las tasas externas. Señaló que a lo anterior se suman los aumentos en los precios de algunas materias primas, principalmente las energéticas. Señaló que ante los retos descritos, la política monetaria debe propiciar un ajuste ordenado de precios relativos y evitar afectaciones en la formación de precios y en las expectativas de inflación, a fin de mantener sostenidamente una inflación baja. Añadió que los riesgos a los que están sujetos los mercados financieros nacionales y la inflación han aumentado. Destacó que la información más reciente muestra una mayor persistencia en las presiones inflacionarias en la inflación subyacente. Expresó que si bien se prevé que dicha presiones serán transitorias, es necesario mantener una postura de política monetaria prudente, que propicie una trayectoria decreciente para la inflación general y subyacente hacia la meta de 3%.

Otro miembro destacó que se prevé que la inflación general repunte durante el segundo trimestre del año, debido a dos factores que modificarán al alza al componente no subyacente. Apuntó que uno se refiere al efecto aritmético relacionado con una baja base de comparación anual y el otro tiene que ver con los incrementos que ya se están manifestando en los precios de los energéticos por la reactivación económica global. Señaló que en principio ambos factores son generados por choques de oferta que son transitorios y que dan lugar a cambios en precios relativos o de primer orden en la inflación. Por otra parte, comentó que desde la reunión anterior se ha observado una mayor volatilidad de los mercados financieros y una reversión de los flujos de capital. Consideró prudente realizar una pausa en el ciclo de relajación monetaria y señaló que ello no debe tomarse como el fin de dicho ciclo, sino que la pausa permitirá validar la expectativa de una evolución descendente para el componente subyacente. Señaló la necesidad de evaluar la presencia de efectos de segundo orden que

afecten las expectativas de inflación, los efectos del estímulo fiscal en Estados Unidos, las condiciones en que operan los mercados financieros internacionales y las condiciones de holgura. Destacó que con anterioridad existieron condiciones propicias para actuar de manera concurrente con el ciclo de relajación, pero que ahora era necesario vigilar cuidadosamente la información disponible para evaluar si se presenta otra oportunidad de apuntalar la recuperación económica sin poner en riesgo la estabilidad de precios y sin comprometer el anclaje de las expectativas de inflación de mediano y largo plazos.

Un miembro resaltó que para el caso de México existe evidencia estadísticamente significativa de que el aumento de las tasas de interés de largo plazo en EEUU incrementa los indicadores de riesgo país, lo que a su vez incide sobre el tipo de cambio. Señaló que la evolución reciente de los mercados financieros internacionales sugiere que se privilegie la prudencia, por lo que la decisión de política monetaria debe considerar la probabilidad de un tipo de cambio más depreciado, a fin de anticipar de manera más objetiva la trayectoria de la convergencia de la inflación hacia la meta en el horizonte de planeación. Agregó que dicha decisión debe tomar en cuenta el inicio de la normalización de las tasas de referencia en economías emergentes y el hecho de que a pesar de los niveles de holgura el balance de riesgos para la inflación se encuentra sesgado al alza. Añadió que el apretamiento observado en las condiciones financieras y un bajo margen de apoyo fiscal reducen el margen de maniobra para la política monetaria. Consideró fundamental que ante el complejo entorno la política monetaria se conduzca con prudencia y cautela, a fin de promover un ajuste ordenado de los mercados financieros y la convergencia sostenible de la inflación hacia la meta del 3%.

Otro miembro argumentó que, desde la última decisión, la ventana de oportunidad para un mayor relajamiento monetario se ha cerrado. Esto derivado de las serias dudas sobre la trayectoria proyectada de la inflación convergente hacia la meta, en especial en el corto plazo; la posibilidad de más choques externos financieros; la estabilidad del sistema financiero; la evolución de la pandemia y de la campaña de vacunación, y los límites que enfrenta una tasa de referencia baja. Reconoció que, si bien se ha confirmado que la recuperación económica permanece frágil y

necesita de todo el apoyo monetario posible, se presentan consideraciones que implican una pausa en el relajamiento monetario. Destacó que se ha observado un incremento en la inflación, un empujamiento pronunciado en la curva de rendimientos, una mayor depreciación del peso, un aumento en la aversión al riesgo, ciertas afectaciones a la estabilidad macrofinanciera y que existe la posibilidad de más choques externos de naturaleza financiera. Notó que este escenario es resultado en buena medida de la aprobación del paquete fiscal en Estados Unidos. Destacó que, a fin de que sea posible mantener tasas bajas para apoyar la recuperación de la economía, se debe administrar con cautela el espacio existente, ya que nos encontramos cerca del límite inferior de la tasa de referencia. Por ello solo se debe proseguir con el ciclo acomodaticio cuando las circunstancias lo permitan y se presenten de nuevo mejores oportunidades. Señaló que las circunstancias externas tan volátiles han reducido el margen de maniobra de la postura monetaria relativa. Por su parte, el espacio que ofrece la postura absoluta puede reducirse debido a mayores tasas de inflación y un incremento en la tasa neutral de corto plazo. Advirtió que el ámbito de acción del Banco de México está limitado por los aspectos económicos-financieros internos y externos que evolucionan rápidamente y en direcciones difíciles de detectar. En particular, la política económica se encuentra en un territorio donde hay muchas incógnitas que habrá que despejar. Afirmó que el dilema de la política monetaria es que la economía se encuentra en recesión con un alza temporal de la inflación y un componente subyacente que no cede. En consecuencia, consideró que dadas las condiciones extraordinarias de la pandemia y el rezago con el que actúa la política monetaria es momento de evaluar con cautela el espacio de la política monetaria. Esto a fin de evitar más adelante una posición de vulnerabilidad que afecte la credibilidad del Banco Central, así como el anclaje de las expectativas inflacionarias. Subrayó que el apoyo monetario debería continuar, especialmente ante la falta de soporte fiscal, por lo que la política monetaria sigue siendo la única herramienta a nuestro alcance, aun cuando no es lo idóneo. Por ello, sostuvo la necesidad de un apoyo monetario como las condiciones financieras internas y externas lo permitan. Señaló que esta pausa no significa que el relajamiento monetario ha terminado, pero se deberán buscar cuidadosamente las ventanas de oportunidad para seguir apoyando la recuperación económica a la

vez que se refuerza el compromiso del Banco de México con la estabilidad monetaria.

Un miembro comentó que una pausa permitirá fortalecer el mensaje del compromiso del Instituto Central con la estabilidad de precios en una coyuntura en la que se perciben preocupaciones de diversa índole por factores tanto internos como externos. Hacia delante, consideró que aún existe espacio para reducciones adicionales de la tasa de interés que, de materializarse, podrían contribuir a la recuperación de la economía mexicana sin poner en riesgo el objetivo de la estabilidad de precios. Puntualizó que México, a diferencia de otros países, ha mantenido fundamentos macroeconómicos sólidos que le podrían permitir implementar una postura acomodaticia por un tiempo prolongado, sin necesidad de adelantarse a los ajustes que eventualmente realizará la Reserva Federal. Señaló que la disciplina fiscal que se ha observado ha contribuido a disminuir la absorción interna y, por tanto, a mejorar la cuenta corriente, lo que a su vez contribuye a reducir la presión sobre el tipo de cambio. También comentó que dicha disciplina fiscal retira una presión sobre la prima de riesgo soberano y evita salidas de capitales asociadas a una preocupación de impago. Enfatizó que el origen del reciente episodio de volatilidad en los mercados globales es la perspectiva de una recuperación económica acelerada en nuestro más importante socio comercial, por lo que esta coyuntura no consiste en un choque en esencia negativo. Sostuvo que, desde su punto de vista, la mayor parte de la volatilidad proviene de la percepción inadecuada del rol que jugarán los bancos centrales en el proceso de recuperación, lo cual consideró se resolverá si la Reserva Federal mantiene claridad y constancia en sus mensajes y acciones de política, tal y como lo ha venido haciendo hasta ahora. Consideró que reducciones adicionales en la tasa serían beneficiosas por diversas razones: i) la economía continuará operando con amplios niveles de holgura por un periodo prolongado; ii) se observa un desempeño desfavorable en aquellos rubros en donde la política monetaria tiene un impacto directo, como el crédito a hogares y empresas, el consumo y la inversión; iii) el superávit de cuenta corriente refleja que la posición monetaria es aún restrictiva para las condiciones económicas actuales; y iv) la tasa de

interés real de México continúa por encima de la observada en la mayoría de las economías emergentes. Expresó que podría haber una ventana de oportunidad para continuar con el proceso de relajamiento monetario en la medida en la que el resto de las políticas macroeconómicas continúen como un factor de estabilidad y de anclaje de los precios, y conforme se vaya resolviendo la incertidumbre actual en los mercados financieros.

3. DECISIÓN DE POLÍTICA MONETARIA

En un entorno altamente incierto, los riesgos para la inflación, la actividad económica y los mercados financieros plantean retos importantes para la política monetaria. Es necesario propiciar un ajuste ordenado en las condiciones financieras y un cambio de precios relativos sin afectar la formación de precios y las expectativas de inflación. Considerando las previsiones de inflación descritas, los riesgos a los que están sujetas, así como la necesidad 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 unanimidad mantener el objetivo para la Tasa de Interés Interbancaria a un día en 4.00%. Hacia delante, la conducción de la política monetaria dependerá de la evolución de los factores que inciden en la inflación, en sus trayectorias previstas en el horizonte de pronóstico y en sus expectativas.

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

4. VOTACIÓN

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

ANEXO

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

A.1. Condiciones externas

A.1.1. Actividad económica mundial

La economía mundial continuó recuperándose a principios de 2021, si bien a un ritmo heterogéneo entre países y sectores. Esto reflejó, entre otros factores, las medidas de confinamiento implementadas en varios países en respuesta al repunte en los casos de COVID-19 a finales de 2020 y principios de 2021, las medidas de política económica adoptadas, así como diferencias en la estructura sectorial de las economías (Gráfica 1). De esta forma, mientras que la actividad económica en Estados Unidos ha seguido recuperándose a un ritmo vigoroso, en la zona del euro, Reino Unido y Japón se ha observado un crecimiento relativamente más débil. Indicadores prospectivos y de mayor frecuencia sugieren que la actividad económica mundial pudiera fortalecerse en respuesta al relajamiento de las medidas de confinamiento, a los avances en el proceso de vacunación y a los estímulos fiscales aprobados para este año en varias de las principales economías. No obstante, persisten riesgos para esta recuperación entre los que destacan los asociados a la evolución de la pandemia, retrasos en los programas de vacunación y un mayor apretamiento en las condiciones financieras globales.

La inflación general y sus expectativas han registrado aumentos recientes en las principales economías avanzadas, reflejando incrementos en los precios de los energéticos, así como los efectos de algunos factores transitorios y el término de los subsidios y recortes de impuestos implementados en algunos países como respuesta a las afectaciones por la pandemia. No obstante, la inflación permanece por debajo de los objetivos de sus bancos centrales. En este entorno, las autoridades han mantenido una postura monetaria acomodaticia y, en algunos casos, han ampliado sus estímulos fiscales para mitigar los efectos adversos de la pandemia. En este contexto, los mercados

financieros presentaron volatilidad e incrementos en las tasas de interés de los bonos gubernamentales de mediano y largo plazos, particularmente en Estados Unidos.

Gráfica 1
Global: Índice de Gerentes de Compras: Producción

Índice de difusión, a. e.



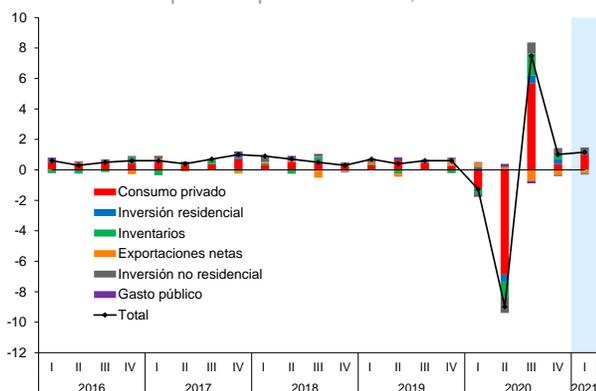
a. e. / Cifras con ajuste estacional.
Fuente: Markit.

En Estados Unidos los indicadores disponibles sugieren que la actividad económica siguió recuperándose a un ritmo vigoroso a principios del primer trimestre de 2021, impulsada por el paquete fiscal aprobado en diciembre pasado, los avances registrados en la contención de la pandemia y en el proceso de vacunación, así como por la aprobación de un cuantioso nuevo programa de estímulo fiscal. Hacia delante, se prevé que el consumo y la inversión privada sigan siendo apoyados por los estímulos monetarios y fiscales y por la continua recuperación de la confianza de los consumidores y de los negocios (Gráfica 2).

La producción industrial en Estados Unidos continuó con su recuperación en enero de 2021, al registrar un crecimiento mensual de 1.1%, como reflejo de la continua expansión de la producción minera y de la actividad manufacturera. No obstante, en febrero se registró una contracción mensual de 2.2% como resultado de las heladas en varias regiones de ese país, que provocaron debilidad en la actividad minera y en algunas ramas manufactureras, así como de la escasez de suministros para la industria automotriz. Algunos indicadores prospectivos, tales como el índice de gerentes de compras del sector manufacturero de febrero, sugieren que la actividad en ese sector podría recuperar un ritmo de expansión en el corto plazo.

Gráfica 2 EUA: PIB Real y Componentes

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



a. e. / Cifras con ajuste estacional.

Fuente: BEA y Blue Chip de marzo de 2021.

Después de contraerse en diciembre de 2020 como resultado de la reimposición de medidas de distanciamiento social, el mercado laboral en Estados Unidos mejoró en enero y febrero de 2021. La tasa de desempleo pasó de 6.3% en enero a 6.2% en febrero. Por su parte, la nómina no agrícola se expandió en 379 mil nuevas plazas en febrero, reflejando avances en los rubros de alojamiento y entretenimiento, los cuales se habían visto fuertemente afectados por las medidas de confinamiento. A pesar de la recuperación parcial en el margen, el empleo se ubica aún 9.5 millones por debajo del nivel registrado previo a la pandemia.

A mediados de marzo de 2021, se aprobó en Estados Unidos un nuevo paquete de apoyo fiscal por 1.9 billones de dólares para enfrentar los daños sanitarios, económicos y sociales de la pandemia de COVID-19. Este paquete incluye, entre otras medidas, apoyos a los trabajadores y familias mediante asistencia financiera directa, la extensión de pagos suplementarios por seguro de desempleo, la expansión de los créditos fiscales, y apoyos para el pago de renta, hipotecas y servicios de energías. Además, se aprobaron apoyos a pequeñas empresas y gobiernos estatales y locales, diversas medidas de atención médica y de respuesta al COVID-19, así como otras enfocadas a la educación y al transporte.

En la zona del euro, algunos indicadores disponibles y de mayor frecuencia sugieren que las medidas de distanciamiento social y un proceso de vacunación más lento que en otras economías avanzadas han seguido afectando la actividad económica, por lo que se espera una débil recuperación en el primer trimestre de 2021, luego de la contracción de 0.7% a tasa trimestral ajustada por estacionalidad en el cuarto trimestre de 2020.¹ No obstante, el índice de gerentes de compras del sector manufacturero mostró un fuerte repunte en febrero. Por su parte, la tasa de desempleo se mantuvo sin cambio entre diciembre y enero en 8.1%. Hacia adelante, la reciente reimposición de medidas de confinamiento pudiera prolongar la debilidad de algunas economías de esta región.

En el Reino Unido, el PIB creció en el cuarto trimestre de 2020 a una tasa trimestral ajustada por estacionalidad de 1.0%, después de expandirse 16.1% en el tercero.² El moderado crecimiento reflejó la imposición, desde noviembre, de nuevas medidas de confinamiento en la mayor parte de ese país. Los indicadores disponibles al primer trimestre de 2021 sugieren un debilitamiento de la economía ante los efectos de las medidas mencionadas, principalmente en los servicios. Además, las cifras sobre comercio internacional han comenzado a reflejar el impacto negativo de las mayores fricciones al comercio resultantes de la salida de ese país de la Unión Europea. En este entorno, la tasa de desempleo disminuyó de 5.1% en los tres meses que finalizaron en diciembre de 2020 a 5.0% en los tres meses que finalizaron en enero de 2021.

En Japón, el PIB creció a una tasa trimestral ajustada por estacionalidad de 3.0% en el cuarto trimestre de 2020, luego de haberse expandido 5.3% en el tercero.³ El crecimiento de la actividad estuvo impulsado por la inversión de los negocios y las exportaciones netas y, en menor medida, por el consumo privado. No obstante, algunos indicadores disponibles al primer trimestre de 2021, tales como las ventas al menudeo y los pedidos de maquinaria, apuntan a una recuperación de la economía más lenta. Por el lado de la producción, la actividad industrial siguió siendo apoyada por la mayor demanda global. Respecto al mercado laboral, la tasa de desempleo registró una disminución

¹ Expresado como tasa trimestral anualizada y ajustada por estacionalidad el crecimiento del PIB de la zona del euro fue de -2.6% en el cuarto trimestre del año.

² Expresado como tasa trimestral anualizada y ajustada por estacionalidad, el crecimiento del PIB del Reino Unido fue de 81.9% en el tercer trimestre del año y 4.0% en el cuarto.

³ Expresado como tasa trimestral anualizada y ajustada por estacionalidad, el crecimiento del PIB de Japón fue de 22.8% en el tercer trimestre del año y de 11.7% en el cuarto.

moderada, al pasar de 3.0% en diciembre a 2.9% en enero.

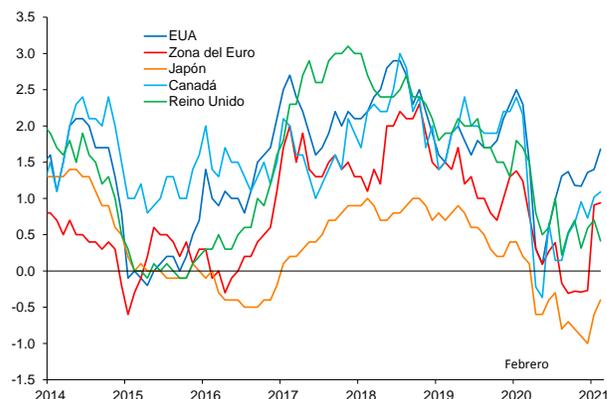
En las economías emergentes, los indicadores disponibles sugieren que el crecimiento económico de este grupo de países a principios de 2021 ha sido heterogéneo. En China y el resto de países de Asia Emergente, los indicadores oportunos muestran que continuó la expansión de esas economías a principios de 2021, si bien a un ritmo menor que en el cuarto trimestre de 2020. En particular, en China la pérdida de dinamismo parece estar asociada a un crecimiento más moderado del consumo y de la inversión ante el retiro gradual de algunas políticas de estímulo. En contraste, las exportaciones han continuado expandiéndose a un ritmo elevado, favoreciendo el desempeño de la actividad industrial. En Europa del Este y América Latina el comportamiento ha sido más heterogéneo, toda vez que economías como Chile y Rusia parecerían seguir expandiéndose a un ritmo moderado, mientras que otras, como Hungría y Brasil, podrían registrar una contracción como resultado de la intensificación de la emergencia sanitaria por COVID-19.

Los precios internacionales de las materias primas registraron, en general, un alza desde la última decisión de política monetaria en México, si bien en algunos casos con volatilidad. En particular, los precios del petróleo se vieron impulsados por diversos factores. Uno de ellos fue la interrupción de la producción petrolera en Estados Unidos como consecuencia de las fuertes heladas que se registraron a mediados de febrero. Otros fueron el acuerdo de la OPEP y otros productores de continuar los recortes de producción de petróleo hasta abril y la decisión de Arabia Saudita de mantener su recorte voluntario de un millón de barriles diarios. También influyó la expectativa de un mayor crecimiento mundial ante la aprobación de nuevos estímulos fiscales en algunas de las principales economías. Por su parte, los precios de los metales industriales aumentaron durante febrero ante la recuperación de la actividad industrial global y el optimismo generado por la eventual aprobación de un nuevo paquete de estímulo fiscal en Estados Unidos. Sin embargo, durante marzo los precios han registrado una disminución ante preocupaciones de un ritmo más moderado en la recuperación de la actividad económica en China. Finalmente, los precios de los granos se mantuvieron relativamente estables a lo largo del periodo, a pesar de que condiciones climáticas desfavorables han afectado los cultivos, especialmente en Estados Unidos y Sudamérica.

A.1.2. Política monetaria y mercados financieros internacionales

En las principales economías avanzadas, la inflación general aumentó recientemente (Gráfica 3), reflejando incrementos en los precios de los energéticos, así como los efectos de algunos factores temporales y el término de los subsidios y recortes de impuestos implementados en algunos países como respuesta a la pandemia. No obstante, la inflación general permanece por debajo de los objetivos de sus bancos centrales. Por su parte, las expectativas de inflación para algunas de estas economías han aumentado. Ello ha sido más evidente en Estados Unidos.

Gráfica 3
Economías Avanzadas Seleccionadas:
Inflación General
Variación anual en por ciento



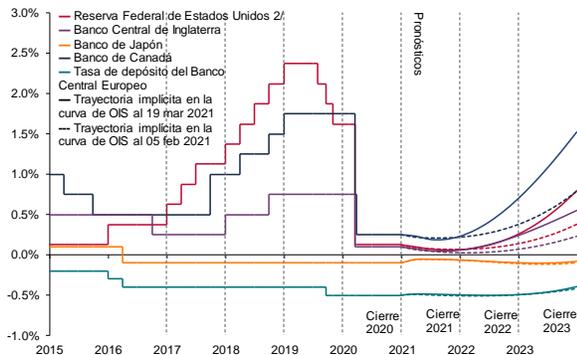
Fuente: Bureau of Labor Statistics, Eurostat, Bank of Japan, Statistics Canada, Office of National Statistics.

En las economías emergentes, la inflación general ha seguido mostrando un comportamiento heterogéneo, si bien recientemente ha registrado alzas en un mayor número de países. Por un lado, en economías como Brasil, Rusia y Turquía esta ha seguido aumentando, reflejando incrementos en los precios de los alimentos y de los energéticos, así como los efectos de la depreciación de sus divisas. Por otro lado, en países como Chile, Indonesia y Perú ha disminuido en el margen.

Los bancos centrales de las principales economías avanzadas mantuvieron sus tasas de interés de referencia sin cambio en niveles históricamente bajos. Asimismo, siguieron utilizando su balance, en algunos casos con ajustes en el ritmo de compras de activos, para preservar condiciones de financiamiento favorables y, así, apoyar la provisión de crédito, impulsar la actividad económica y procurar la convergencia de la inflación a sus

respectivos objetivos de largo plazo. Además, reiteraron que mantendrán posturas monetarias acomodaticias hasta que la inflación alcance de manera sostenida sus metas. En este contexto, las expectativas extraídas de instrumentos de mercado siguen anticipando que dichos bancos centrales mantendrán una postura de política monetaria altamente acomodaticia, si bien para un horizonte de mayor plazo ya comienzan a incorporar la expectativa de un alza moderada de las tasas de interés para algunos bancos centrales. En particular, para el caso de Estados Unidos durante las últimas semanas se observó un incremento en la trayectoria implícita en instrumentos financieros de la tasa de fondos federales para los próximos años, lo cual estuvo asociado a la aprobación de un cuantioso estímulo fiscal en Estados Unidos y a las perspectivas de un mayor crecimiento (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 marzo, la Reserva Federal mantuvo sin cambio su rango objetivo de entre 0 y 0.25% para la tasa de interés de fondos federales y reiteró que será apropiado mantenerlo en ese nivel hasta que las condiciones del mercado laboral hayan alcanzado niveles consistentes con su estimación de máximo empleo y que la inflación haya aumentado a 2% y esté encaminada a exceder moderadamente esta tasa durante algún

tiempo. Igualmente, indicó que mantendrá el ritmo actual de su programa de compras de activos hasta que se haya logrado un progreso sustancial hacia sus objetivos de máximo empleo y de estabilidad de precios. En este contexto, las medianas de los pronósticos del Comité Federal de Mercado Abierto (*FOMC*)⁴ publicadas en marzo reflejan la expectativa de un mayor crecimiento y de una inflación más elevada este año, si bien se prevé que el aumento en la inflación sea transitorio. Respecto a la tasa de referencia, la mediana de los pronósticos sugiere que esta permanecerá sin cambios al menos hasta 2023, aunque el número de miembros que esperan alzas durante 2022 aumentó de uno a cuatro y el número de aquellos que esperan alzas durante 2023 aumentó de cinco a siete. El presidente de la Junta de Gobierno de dicha Institución señaló que un aumento transitorio de la inflación por encima de 2% como el que se prevé este año no cumpliría con las condiciones establecidas para ajustar la tasa de interés.

ii) En su reunión de marzo, el Banco Central Europeo mantuvo sin cambio sus tasas de refinanciamiento, de depósitos y de préstamos, en 0.0, -0.5 y -0.25%, respectivamente. Reiteró que espera que dichas tasas se mantengan en sus niveles actuales o por debajo de ellos hasta que los pronósticos de inflación converjan de forma robusta a un nivel suficientemente cercano, pero por debajo del objetivo de inflación de 2%, y que dicha convergencia se refleje en la dinámica de la inflación subyacente. Asimismo, mantuvo sin cambio el monto de sus programas de compras de activos, si bien indicó que espera que durante el próximo trimestre las compras bajo el Programa de Emergencia (*PEPP*) se realicen a un ritmo significativamente mayor al de los primeros meses del año, como resultado del fuerte incremento que recientemente registraron las tasas de interés de mayor plazo. De tal forma, dicha Institución precisó que las compras se harán de forma flexible según las condiciones del mercado y con el fin de evitar un endurecimiento no anticipado de las condiciones financieras.

iii) En su reunión de marzo, el Banco de Japón mantuvo sin cambio la tasa de referencia en -0.1% y el objetivo de la tasa de 10 años en alrededor de 0%. Asimismo, publicó los resultados de la revisión de su marco de política monetaria con base en la cual señaló que, con el fin de alcanzar su objetivo de inflación,

⁴ Los acrónimos y palabras en algún idioma distinto del español han sido escritos en letra cursiva.

continuará con el relajamiento monetario de manera sostenida y dará respuestas ágiles y efectivas. En este sentido, anunció una serie de acciones, entre las que destacan un nuevo esquema de tasas de interés para promover el crédito, la ampliación del rango de tolerancia a las fluctuaciones de la tasa de interés de los bonos gubernamentales a 10 años a +/- 0.25% alrededor de su objetivo y la introducción de operaciones de compra a tasa fija cuando sea necesario a fin de establecer un límite superior a las tasas de interés. Además, indicó que continuará con las compras de fondos accionarios (*ETFs*) y fondos de inversión inmobiliaria (*J-REITs*) según sea necesario con un límite superior de 12 billones y 180 mil millones de yenes al año, respectivamente, incluso después de que ceda la pandemia por COVID-19. En conferencia de prensa el Gobernador de ese Banco Central descartó que las medidas anunciadas sean el preludio del término de varios años de una política monetaria altamente acomodaticia.

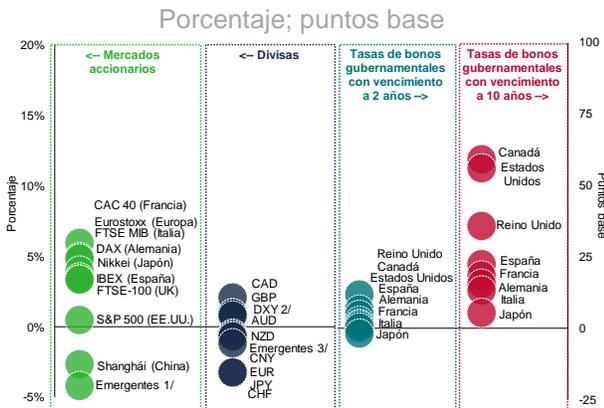
- iv) En su reunión de marzo, el Banco de Inglaterra mantuvo sin cambio su tasa de interés de referencia en 0.10% y su programa de compra de bonos gubernamentales en 875 mil millones de libras y la compra de bonos de empresas no financieras en 20 mil millones. En las minutas de dicha reunión, el Comité señaló que las noticias sobre la actividad económica en el corto plazo han sido positivas, si bien no es claro en qué medida dichas noticias cambian las perspectivas a mediano plazo, toda vez que estas siguen siendo inciertas. El Comité reiteró que no tiene la intención de endurecer su postura de política monetaria, al menos hasta que exista evidencia clara de que se están logrando avances significativos en eliminar la holgura del uso de la capacidad productiva y alcanzar su meta de inflación de 2% de manera sostenida.

En las principales economías emergentes, desde la última decisión de política monetaria en México la mayoría de los bancos centrales mantuvo sin cambio sus tasas de interés de referencia, con excepción de Indonesia, que la disminuyó, y de Brasil, Turquía y Rusia, que la aumentaron. Asimismo, los bancos centrales de estas economías decidieron continuar con medidas para proveer crédito y liquidez, así como fomentar el buen funcionamiento de los mercados financieros.

En el contexto descrito para la actividad económica mundial, los mercados financieros internacionales presentaron volatilidad e incrementos en las tasas de interés de mayor plazo en economías avanzadas y emergentes. Dichos episodios estuvieron asociados en gran medida al aumento significativo en las tasas de interés de mediano y largo plazos en Estados Unidos ante la aprobación de un cuantioso estímulo fiscal y perspectivas de mayor crecimiento. Por su parte, preocupaciones respecto a las altas valuaciones de algunos activos financieros, especialmente del sector tecnológico, derivaron en algunos episodios de pérdidas en los mercados accionarios de algunas de las principales economías avanzadas y emergentes durante el periodo desde la última decisión de política monetaria en México. En los mercados cambiarios, el dólar se fortaleció respecto a la mayoría de las divisas, tanto de economías avanzadas como emergentes (Gráfica 5). En este entorno, desde la última decisión de política monetaria en México, la mayoría de las economías emergentes registraron salidas de flujos de capital de los activos de renta fija, mientras que continuaron las entradas hacia activos de renta variable, principalmente en la región asiática (Gráfica 6).

En adición a los riesgos ya citados para el crecimiento mundial, figuran otros riesgos para la estabilidad de los mercados financieros internacionales, entre los que se encuentran un aumento en la inflación mayor a lo anticipado, que pueda reflejarse en un aumento significativo de las tasas de interés, especialmente en Estados Unidos, y que ello restrinja las condiciones financieras a nivel global. Asimismo, aún prevalecen las preocupaciones asociadas a la elevada valuación de algunos activos financieros, lo cual podría derivar en una corrección abrupta en los precios de estos. Los factores anteriores podrían acentuar los problemas de insolvencia y quiebra de empresas, así como las vulnerabilidades asociadas a los altos niveles de deuda pública y privada acumulados en los últimos años.

Gráfica 5
Variación de Indicadores Financieros
 Seleccionados del 05 de febrero de 2021 al 19 de marzo de 2021



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

Gráfica 6
Desempeño de Activos de Países Emergentes
 Seleccionados a partir del 8 de febrero de 2021

Porcentaje, puntos base

Región	País	Divisas	Bolsas	Tasas de interés 2A	Tasas de interés 10A	CDS
América Latina	México	-2.92%	6.40%	38	104	26
	Brasil	-3.47%	-2.90%	130	93	55
	Chile	2.32%	7.99%	6	66	13
	Colombia	0.27%	-4.25%	13	111	29
Europa emergente	Rusia	-0.48%	1.19%	92	84	27
	Polonia	-3.90%	0.96%	-8	22	5
	Turquía	-12.24%	-9.84%	149	106	15
	Rep. Checa	-2.60%	2.34%	73	49	2
	Hungría	-3.47%	-0.39%	40	32	5
Asia	China	-0.91%	-2.52%	-2	-1	4
	Malasia	-1.20%	2.76%	18	66	6
	India	0.81%	-3.07%	16	14	15
	Filipinas	-1.09%	-8.96%	73	153	7
	Tailandia	-2.96%	3.29%	0	55	2
	Indonesia	-2.86%	1.49%	57	56	11
África	Sudáfrica	0.70%	1.31%	75	82	18

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

A.2. Evolución de la economía mexicana

A.2.1. Mercados en México

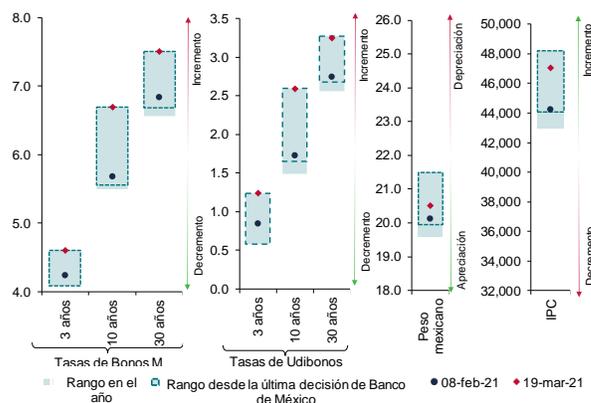
Desde la última decisión de política monetaria a la fecha, los precios de los activos financieros en México mostraron un comportamiento con un sesgo negativo (Gráfica 7). Lo anterior se presentó en un entorno en el que el mercado incorporó la expectativa de una recuperación económica más acelerada en algunos países desarrollados y un incipiente repunte de la inflación y sus expectativas.

En el caso de la moneda nacional, esta operó en un rango entre 19.95 y 21.49 pesos por dólar, terminando el periodo con una depreciación de 1.77% (Gráfica 8). Ello, en un contexto en el que las condiciones de operación, tanto realizadas como prospectivas, permanecieron deterioradas.

En línea con el establecimiento de un mecanismo “swap” entre el Banco de México y la Reserva Federal el pasado 19 de marzo de 2020, el 1 de marzo de 2021 la Comisión de Cambios instruyó al Banco de México renovar vencimientos por un monto total de 1.5 mil millones de dólares, en las que el monto asignado fue de 400 millones de dólares.

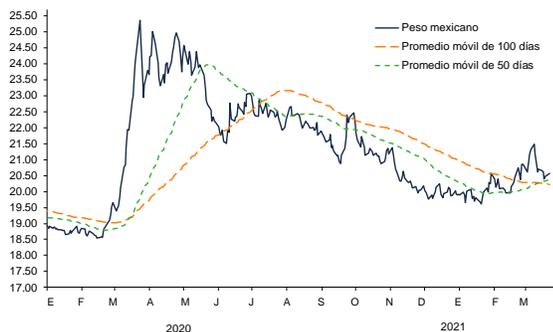
Gráfica 7
Desempeño y Condiciones de Operación de Mercados Mexicanos

Porcentaje, pesos por dólar e índice



Fuente: Elaboración de Banco de México

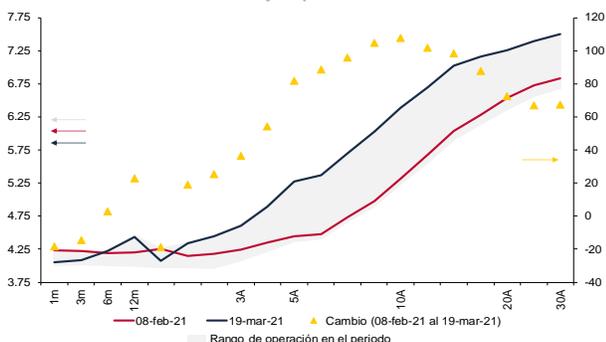
Gráfica 8
Tipo de Cambio del Peso Mexicano con
Promedios Móviles
 Pesos por dólar



Fuente: Elaboración de Banco de México

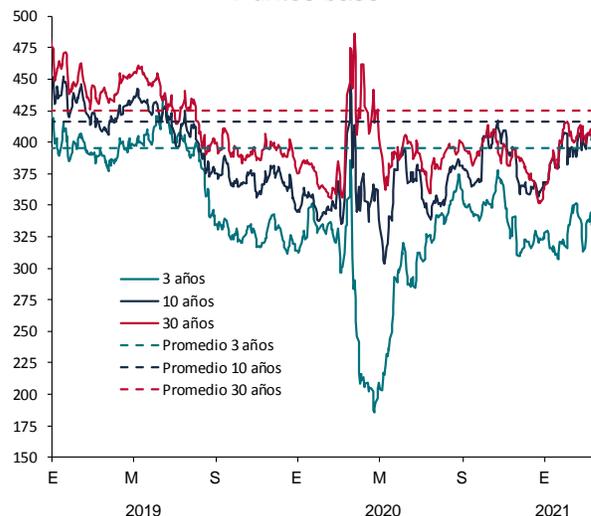
Las tasas de interés de los valores gubernamentales presentaron movimientos negativos (Gráfica 9), observándose incrementos de hasta 103 puntos base en la parte media y larga de la curva de rendimientos, lo cual provocó un aumento del diferencial de 3 años - 30 años de 34 puntos base. Por su parte, la curva de rendimientos de instrumentos a tasa real también mostró una dinámica negativa, aunque de menor magnitud que lo observado en términos nominales. En este contexto, las primas de compensación por inflación y riesgo inflacionario implícitas en los diferenciales entre las tasas nominales y reales de instrumentos de mercado mostraron movimientos mixtos respecto a la decisión de política monetaria de febrero, con incrementos en los nodos de 10 y 30 años (Gráfica 10). Estos movimientos ocurrieron en un entorno en el que las condiciones de operación mostraron un deterioro importante 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



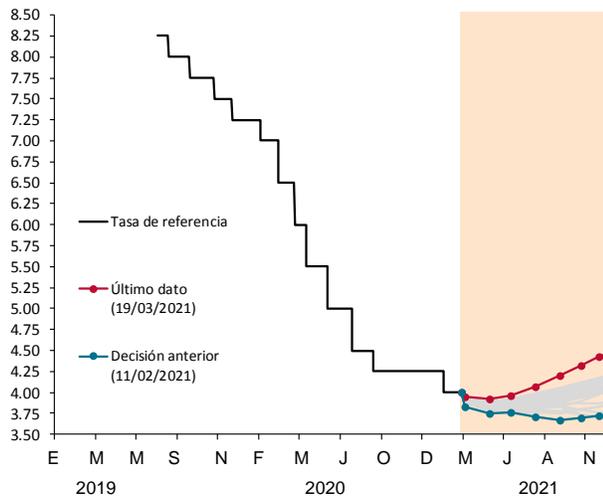
Fuente: PIP

En cuanto a las medidas anunciadas por el Banco de México el pasado 21 de abril, el 25 de febrero se anunciaron diversas modificaciones a las mismas. En particular, se anunció la extensión de la vigencia hasta el próximo 30 de septiembre de 2021 de las medidas extraordinarias de provisión de liquidez, de las medidas de provisión de recursos a instituciones de crédito para canalizar crédito a las micro, pequeñas y medianas empresas y a personas físicas afectadas por la pandemia, y de la facilidad de financiamiento a instituciones de banca múltiple garantizada con activos crediticios de la banca para el financiamiento de la micro, pequeña y mediana empresa. En cuanto a los instrumentos para la conducción de la política monetaria y para promover un funcionamiento ordenado de los mercados de dinero, de deuda y de cambios en nuestro país, el Banco de México anunció que conservará la posibilidad de utilizarlos cuando lo considere necesario a fin de cumplir con sus finalidades de procurar la estabilidad del poder adquisitivo de la moneda nacional, promover el sano desarrollo del sistema financiero y propiciar el buen funcionamiento de los sistemas de pagos.

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 24% de probabilidad que la tasa objetivo disminuya 25 puntos base en la decisión de marzo (Gráfica 11). De manera relacionada, la mediana de las expectativas del

consenso de los analistas encuestados por Citibanamex anticipa que la tasa de interés de referencia se ubique en 3.75% en la próxima decisión de política monetaria. Respecto del cierre de 2021, las variables de mercado anticipan un nivel para la tasa objetivo de 4.42%, mientras que la mediana de la mencionada encuesta a economistas se encuentra en un nivel de 3.75%.

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



Fuente: Elaboración de Banco de México con datos Bloomberg.

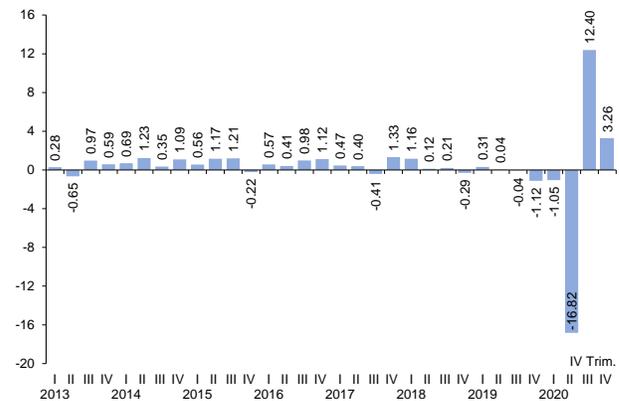
A.2.2. Actividad económica en México

En el último trimestre de 2020, la actividad económica continuó recuperándose, aunque a un ritmo más moderado que el del trimestre previo (Gráfica 12). Para el primer trimestre del 2021, los indicadores disponibles sugieren que en enero y febrero persistió la debilidad observada a finales de 2020 como reflejo, en parte, del recrudecimiento de la pandemia, de las nuevas restricciones implementadas en diferentes entidades federativas –aunque estas se han venido flexibilizando a medida que los números de contagios se han reducido gradualmente–, así como por algunas afectaciones temporales a la cadena de suministros del sector automotriz y al abasto de gas natural en febrero.

Con relación a la demanda externa, en enero de 2021 las exportaciones exhibieron cierta desaceleración, luego de la importante recuperación que presentaron en la segunda mitad de 2020. Dicho desempeño se asoció a un retroceso de las

exportaciones no automotrices, toda vez que las automotrices crecieron (Gráfica 13).⁵

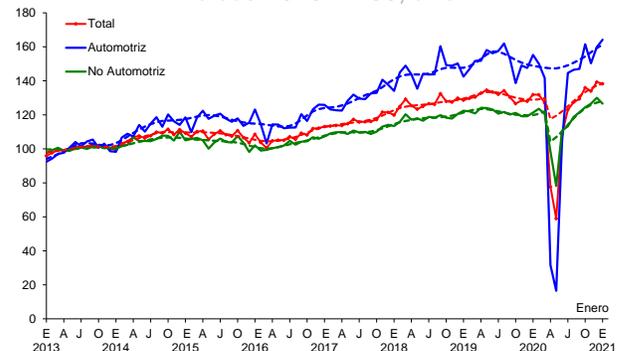
Gráfica 12
Producto Interno Bruto
Variaciones porcentuales trimestrales, a. e.



a. e. / Cifras con ajuste estacional.

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

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



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

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

De acuerdo con su indicador mensual, en diciembre de 2020 el consumo privado frenó la moderada recuperación exhibida entre junio y noviembre. Ello como reflejo, en parte, del repunte en el número de contagios por COVID-19 en el país y de las nuevas medidas para su contención. Los indicadores oportunos sugieren que el consumo privado continuó presentando cierta debilidad a principios de 2021. En particular, en enero las ventas de la ANTAD mostraron nuevamente una fuerte contracción, si bien esta se revirtió en febrero, en

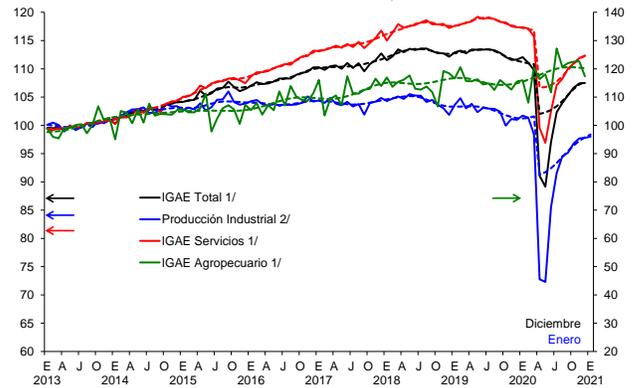
⁵ Se refiere al valor de las exportaciones de mercancías en dólares corrientes. Dicho valor difiere del reportado para las exportaciones de

bienes en el Sistema de Cuentas Nacional de México, toda vez que este último representa el valor agregado, medido en pesos constantes.

tanto que en el primer bimestre del año las ventas de vehículos ligeros avanzaron a un ritmo moderado y se mantuvieron en niveles bajos. Por otra parte, en diciembre de 2021 la inversión fija bruta revirtió parcialmente el incremento observado en los meses previos y permaneció muy por debajo de sus niveles previos a la pandemia. A su interior, tanto la inversión en construcción como el gasto en maquinaria y equipo frenaron su lenta reactivación.

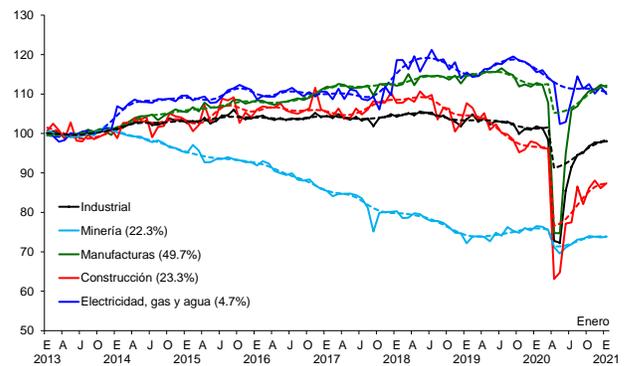
Por el lado de la producción, en diciembre de 2020 y enero de 2021 la actividad productiva presentó una desaceleración en su ritmo de crecimiento (Gráfica 14). En particular, si bien en diciembre de 2020 las actividades terciarias continuaron recuperándose, lo hicieron a una tasa menor que la de meses previos y con heterogeneidad a su interior. El comercio, los servicios de transporte e información en medios masivos, los servicios profesionales, corporativos y de apoyo a los negocios, y los servicios de alojamiento temporal y de preparación de alimentos y bebidas contribuyeron al crecimiento de este sector. En contraste, los servicios financieros e inmobiliarios, las actividades de gobierno, y los servicios de esparcimiento y otros servicios tuvieron aportaciones negativas. Por su parte, el bajo dinamismo de la actividad industrial en enero de 2021 fue reflejo de una caída en las manufacturas asociada, en buena medida, a la contracción del rubro de equipo de transporte. Esto último se puede explicar, en parte, por el efecto inicial del desabasto global de semiconductores, mismo que se extendió a febrero y principios de marzo. A su vez, la construcción mantuvo una tendencia de lenta reactivación, permaneciendo muy por debajo de los niveles previos a la emergencia sanitaria, en tanto que la minería siguió mostrando debilidad (Gráfica 15).

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



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

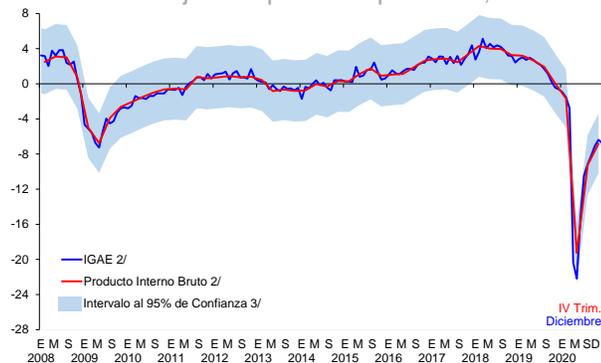
Gráfica 15
Actividad Industrial 1/
Índices 2013 = 100, a. e.



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

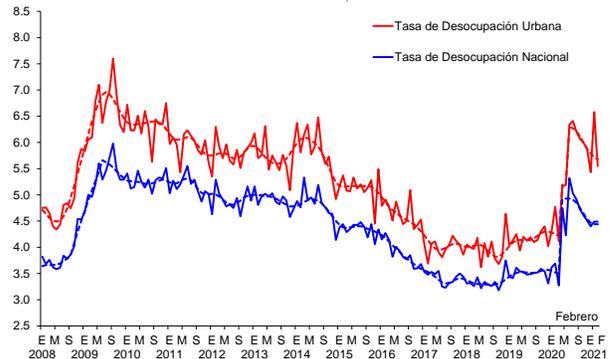
En cuanto a la posición cíclica de la economía, las condiciones de holgura se mantuvieron con una amplitud considerable al cierre de 2020 (Gráfica 16) y se anticipa que se mantengan en niveles similares a principios de 2021. Por su parte, en febrero de 2021 algunos indicadores del mercado laboral mostraron cierta mejoría. En particular, tanto la tasa de desocupación nacional como la urbana disminuyeron en el margen (Gráfica 17), en un contexto en el que la PEA y la población ocupada crecieron respecto de meses anteriores. Adicionalmente, la tasa de subocupación descendió en su comparación mensual, si bien se mantuvo muy por encima del nivel de marzo de 2020. Asimismo, en febrero la creación de puestos de trabajo afiliados al IMSS continuó exhibiendo una recuperación, aunque mostrando un ritmo de crecimiento menor que en los últimos meses de 2020. Finalmente, a principios de 2021 el costo unitario de la mano de obra en el sector manufacturero mostró un ligero aumento, de modo que permaneció por arriba del nivel reportado previo a la emergencia sanitaria (Gráfica 18).

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



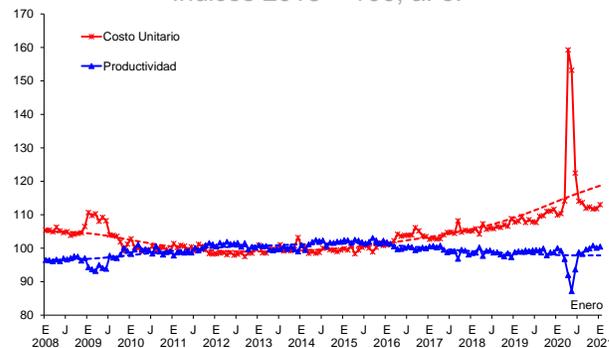
a. e. / Elaboración a partir de cifras con ajuste estacional.
1/ Estimadas con el filtro de Hodrick-Prescott con corrección de colas; ver Banco de México (2009), "Informe sobre la Inflación, Abril-Junio 2009", pág.74.
2/ Cifras del PIB al cuarto trimestre de 2020 y del IGAE a diciembre de 2020.
3/ Intervalo 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 y Tasa de Desocupación Urbana
Por ciento, a. e.



a. e. / Serie con ajuste estacional y serie de tendencia. La primera se representa con la línea sólida y la segunda con la punteada.
Fuente: Elaboración de Banco de México con información de la ENOE, ETOE (de abril a junio de 2020) y ENOE nueva edición (ENOE^N) (de julio en adelante)..

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



a. e. / Serie con ajuste estacional y serie de tendencia. La primera se representa con la línea sólida y la segunda con la punteada.
1/ Productividad con base en las horas trabajadas.
Fuente: Elaboración de Banco de México a partir de información desestacionalizada de la Encuesta Mensual de la Industria Manufacturera y de los indicadores de la actividad industrial del Sistema de Cuentas Nacionales de México, INEGI..

En enero de 2021, el financiamiento interno a las empresas registró una contracción a tasa anual por octavo mes consecutivo, extendiendo la pérdida de dinamismo que se ha observado desde mayo del año previo. Lo anterior ha sido resultado, en parte, de una reducción del crédito bancario tanto a las empresas de menor tamaño –segmento que ha mostrado una disminución a tasa anual desde el primer trimestre de 2019–, como a las empresas grandes –segmento que continuó presentado un debilitamiento en su demanda de crédito bancario respecto del nivel observado al inicio de la pandemia–. Las condiciones de otorgamiento siguieron siendo estrechas para los dos segmentos

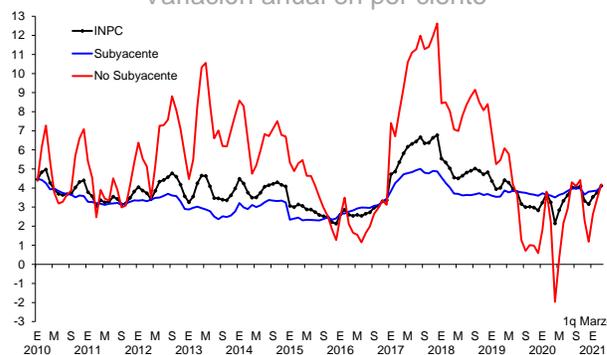
de empresas respecto al inicio de la pandemia. En tanto, la colocación de deuda corporativa por parte de las empresas emisoras continuó mostrando un menor dinamismo respecto al registrado en el tercer trimestre de 2020. En cuanto al crédito a los hogares, la cartera de vivienda exhibió nuevamente variaciones anuales positivas, impulsada por incrementos significativos en la colocación de créditos para la adquisición de vivienda, incluso alcanzado en diciembre de 2020 un nivel superior a los observados antes de la pandemia. A su vez, la cartera de crédito bancario vigente al consumo siguió contrayéndose en todos sus segmentos, en un contexto en donde las condiciones de otorgamiento de crédito a los hogares continúan siendo estrechas.

En cuanto a las tasas de interés del crédito bancario a las empresas, estas han seguido en general la dinámica de la tasa de fondeo bancario. Asimismo, si bien los márgenes de intermediación se mantienen en niveles superiores a los observados antes de la pandemia, estos han mostrado en el margen una incipiente tendencia a reducirse. A su vez, en diciembre de 2020 las tasas de interés del crédito a la vivienda se situaron en niveles alrededor de sus mínimos históricos, mientras que las de las tarjetas de crédito disminuyeron. Con relación a la calidad de la cartera, los índices de morosidad del crédito a las empresas e hipotecario mostraron un incipiente incremento, aunque se mantuvieron en niveles bajos, al tiempo que los correspondientes al consumo permanecieron en niveles elevados y aumentaron por cuarto mes consecutivo, luego de haber presentado reducciones en meses previos.

A.2.3. Comportamiento y perspectivas de la inflación

Entre enero y la primera quincena de marzo de 2021, la inflación general anual aumentó de 3.54 a 4.12% (Gráfica 19 y Cuadro 1). Los componentes subyacente y no subyacente contribuyeron a este resultado con 18 y 40 puntos base, respectivamente. La inflación subyacente mostró un incremento como consecuencia, principalmente, de la mayor inflación de las mercancías no alimenticias. A su vez, la inflación no subyacente aumentó como reflejo de la evolución de los precios de los energéticos.

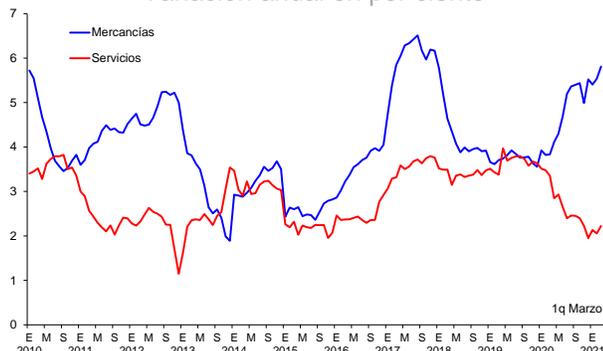
Gráfica 19
Índice Nacional de Precios al Consumidor
Variación anual en por ciento



Fuente: Banco de México e INEGI.

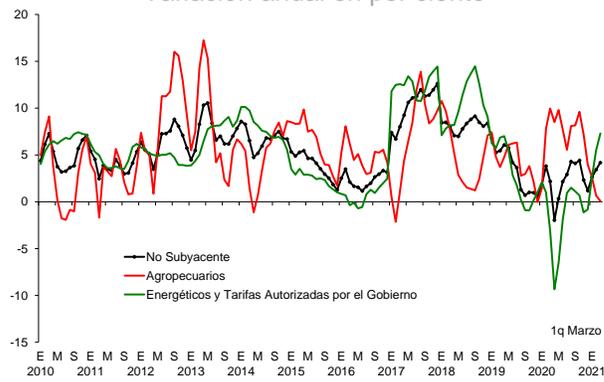
La inflación subyacente anual registró en enero y en la primera quincena de marzo de 2021 niveles de 3.84 y 4.09%, respectivamente. A su interior, la inflación anual de las mercancías aumentó de 5.41 a 5.81% en ese periodo (Gráfica 20 y Cuadro 1). Este resultado se explica por la mayor inflación que continuaron exhibiendo las mercancías no alimenticias, la cual se incrementó de 4.37 a 5.06%, en tanto que la inflación de las mercancías alimenticias lo hizo de 6.36 a 6.50% (Gráfica 21). Por su parte, la inflación anual de los servicios aumentó de 2.13 a 2.22% en dicho lapso, si bien sus componentes presentaron un comportamiento diferenciado. Por una parte, la inflación del rubro de servicios distintos a educación y vivienda se incrementó, desde niveles bajos, por aumentos en la variación anual de los servicios turísticos, principalmente. Por la otra, los rubros de vivienda y educación continuaron exhibiendo menores niveles de inflación, afectados por la pandemia de COVID-19.

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



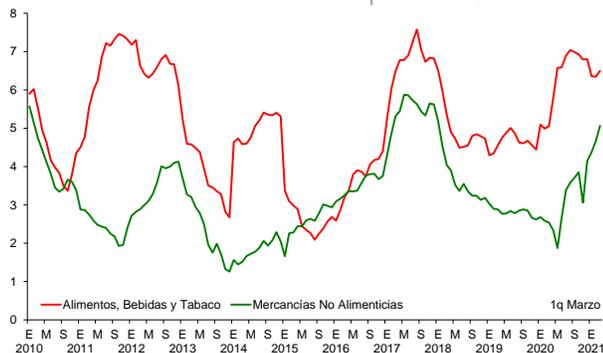
Fuente: Banco de México e INEGI.

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



Fuente: Banco de México e INEGI.

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



Fuente: Banco de México e INEGI.

Entre enero y la primera quincena de marzo de 2021, la inflación no subyacente anual aumentó de 2.63 a 4.19% (Gráfica 22 y Cuadro 1), resultado asociado, principalmente, al incremento en la inflación de los energéticos, que pasó de 2.66 a 9.45%, a su vez impulsada por las mayores variaciones anuales de los precios de las gasolinas y del gas doméstico L.P. En contraste, la inflación anual de los productos agropecuarios disminuyó de 2.64 a 0.07% en el mismo lapso, destacando la reducción en la inflación de las frutas y verduras, al tiempo que la de los productos pecuarios mantuvo una tendencia al alza.

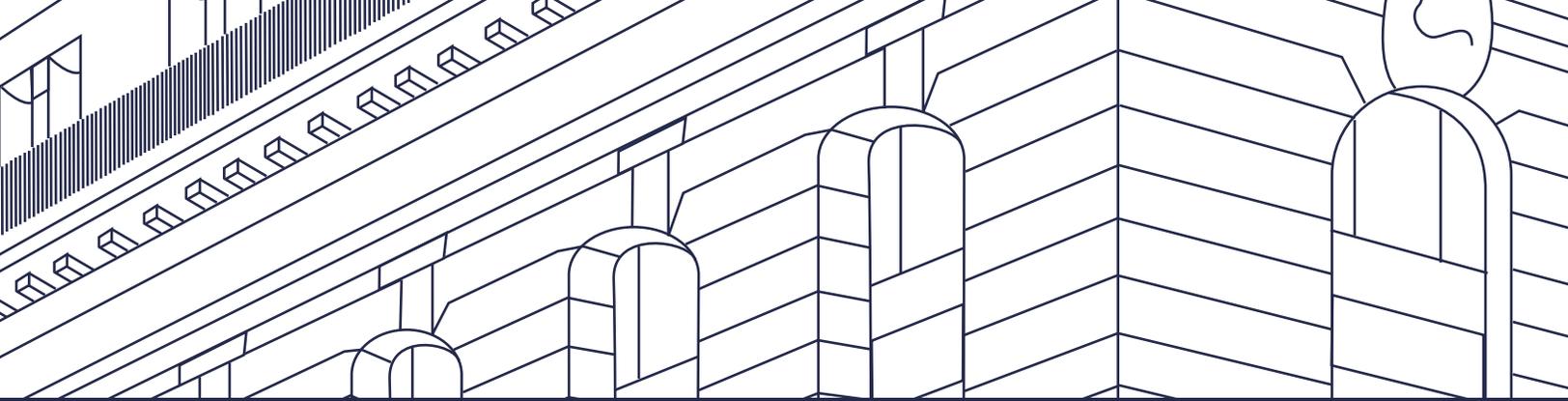
Respecto de las expectativas de inflación provenientes de la encuesta que levanta el Banco de México entre especialistas del sector privado, entre enero y febrero la mediana para la inflación general al cierre de 2021 aumentó de 3.66 a 3.90%, mientras que la correspondiente para el componente subyacente pasó de 3.57 a 3.58%. Por su parte, las medianas de las expectativas de la inflación general y la subyacente para el mediano y largo plazos se mantuvieron alrededor de 3.50%. Finalmente, la compensación por inflación y riesgo inflacionario aumentó ligeramente desde la última decisión de política monetaria.

Las trayectorias esperadas de corto plazo para la inflación general y subyacente son ligeramente mayores a las del último Informe Trimestral, si bien se sigue estimando que estas converjan a la meta de 3% desde el segundo trimestre de 2022. En los próximos meses la inflación general resentirá transitoriamente los efectos aritméticos por la reducción en los precios de los energéticos del año pasado. Estas previsiones están sujetas a riesgos. Al alza: i) por la recomposición del gasto hacia mercancías o presiones de costos; ii) episodios de depreciación cambiaria; y iii) presiones inflacionarias externas. A la baja: i) por los efectos de la brecha negativa del producto; ii) mayores medidas de distanciamiento social; y iii) apreciación cambiaria.

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

Concepto	Enero 2021	Febrero 2021	1q Marzo 2021
INPC	3.54	3.76	4.12
Subyacente	3.84	3.87	4.09
Mercancías	5.41	5.54	5.81
Alimentos, Bebidas y Tabaco	6.36	6.34	6.50
Mercancías No Alimenticias	4.37	4.66	5.06
Servicios	2.13	2.06	2.22
Vivienda	1.94	1.85	1.81
Educación (Colegiaturas)	1.59	1.16	1.12
Otros Servicios	2.42	2.44	2.83
No Subyacente	2.63	3.43	4.19
Agropecuarios	2.64	0.66	0.07
Frutas y Verduras	-3.89	-8.57	-10.39
Pecuarios	8.42	9.01	9.68
Energéticos y Tarifas Aut. por Gobierno	2.62	5.50	7.30
Energéticos	2.66	6.83	9.45
Tarifas Autorizadas por Gobierno	2.54	2.38	2.27

Fuente: INEGI.



BANCO DE MÉXICO®

Documento publicado el 8 de abril de 2021

