



BANCO DE MÉXICO®

Minuta número 89

Reunión de la Junta de Gobierno del Banco de México, con motivo de la
decisión de política monetaria anunciada el 16 de diciembre 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: 15 de diciembre 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.
Rogelio Eduardo Ramírez de la O, Secretario de Hacienda y Crédito Público.
Gabriel Yorio González, Subsecretario de Hacienda y Crédito Público.
Elías Villanueva Ochoa, Secretario de la Junta de Gobierno.

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

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

Entorno Externo

La mayoría mencionó que la información disponible muestra un incremento moderado en el crecimiento de la economía mundial en el cuarto trimestre, con heterogeneidad entre países por la evolución de la pandemia y por las acciones de sus autoridades sanitarias, monetarias y fiscales. En particular, destacó la nueva variante del virus y la adopción de restricciones a la movilidad, principalmente en Europa. Algunos señalaron que las restricciones de oferta continúan afectando a la producción industrial y notaron que el empleo mundial no ha logrado alcanzar su nivel previo a la pandemia. Uno comentó que esto se debe a una recuperación incompleta de la demanda. Algunos apuntaron que la debilidad del empleo también se debe a las decisiones individuales de oferta laboral frente a los riesgos de salud. Uno comentó que la pandemia propició la salida anticipada de las generaciones de mayor edad de la fuerza laboral y una menor participación de mujeres y jóvenes. Agregó que los riesgos de contagio han propiciado un cambio en salarios relativos, en función de los riesgos de contagio, y presiones salariales, lo cual se ha agravado por la

dinámica reciente de la inflación. Algunos mencionaron que los pronósticos para 2022 se mantuvieron estables, si bien continúan sujetos a un alto grado de incertidumbre. Uno subrayó que el mayor factor de riesgo para la recuperación económica global sigue siendo la evolución de la pandemia y de sus nuevas variantes.

Otro señaló los efectos que la pandemia ha tenido sobre la economía global: i) el cierre de diversos sectores de actividad productiva; ii) la adopción de cuantiosos estímulos al gasto en economías avanzadas; iii) una recomposición del gasto; y iv) afectaciones profundas en el mercado laboral. Comentó que esta serie de choques sin precedentes ha propiciado errores de pronóstico considerables para la actividad económica y para la inflación. Subrayó que en 2021 se incrementaron considerablemente los apoyos fiscales y las transferencias a los hogares en Estados Unidos, generando un aumento en la demanda de bienes de consumo duradero a nivel global, presionando sus precios y generando cuellos de botella. Asimismo, destacó la rigidez y falta de resiliencia en las cadenas de suministro.

Todos mencionaron que la inflación global siguió aumentando, presionada por los cuellos de botella en la producción, por la recomposición del gasto hacia mercancías, por los elevados precios de alimentos y energéticos, y por la recuperación de algunos servicios. En el caso de las economías emergentes, la mayoría señaló la incidencia de la depreciación del tipo de cambio en el aumento de precios. Uno sostuvo que el aumento de las presiones inflacionarias ha coincidido con la disminución de los contagios y el consecuente incremento en la movilidad y el gasto. Algunos destacaron que los precios al productor se han visto presionados significativamente. Uno puntualizó que los bienes de consumo duradero también se han visto presionados, mostrando una variación anual de 14.9% en noviembre de 2021 en Estados Unidos, cuando en febrero del año anterior esta fue de -0.6%. Aseveró que la inflación ha sido heterogénea en economías avanzadas, destacando el caso de Estados Unidos, asociado a sus mayores programas de apoyo al gasto. Detalló que en este país la variación anual del deflactor del gasto en consumo en octubre y la del índice de precios al consumidor en noviembre, tuvieron sus mayores registros en 31 y 39 años, respectivamente. Algunos notaron, no obstante, que los últimos datos relacionados con el índice de gerentes de compras del sector manufacturero, como los pedidos pendientes, los tiempos de entrega y las tarifas de

fletes marítimos, han mostrado una mejoría en el margen.

Algunos señalaron que la dinámica inflacionaria ha incidido sobre las expectativas de inflación en las principales economías avanzadas. **Uno** expresó que las presiones inflacionarias podrían prolongarse más de lo previsto, dado que las inflaciones general y subyacente han estado por encima de las metas de los bancos centrales por varios meses consecutivos. Comentó que en las principales economías avanzadas las expectativas para los próximos 12 meses han alcanzado máximos históricos, si bien las de largo plazo permanecen estables. **Otro** aseveró que en Estados Unidos han aumentado las expectativas de inflación de corto y mediano plazos de empresarios, de consumidores y las implícitas en los mercados de renta fija. **Uno** indicó que en ese país la inflación se mantendrá elevada durante 2022. Añadió que también en economías emergentes continuarán las presiones al alza. **Otro** puntualizó que las previsiones de bancos centrales y organismos internacionales anticipan una disminución significativa de la inflación en la segunda mitad de 2022. Señaló que los precios de las materias primas disminuyeron en el último mes, en particular los de productos básicos energéticos. Comentó que conforme se continúe resolviendo el problema sanitario y disminuya la incertidumbre, las restricciones de oferta y las presiones en los precios empezarán a mitigarse.

Uno consideró que este entorno presenta retos considerables para la inflación ante: i) las disrupciones y falta de flexibilidad en la oferta de múltiples productos; ii) la concentración del gasto en el consumo de bienes; iii) las transferencias a los hogares; y iv) el incremento en el ahorro financiero que puede sostener patrones de gasto elevados hacia adelante. Añadió que ello hace más complejo anticipar la duración de las presiones sobre la inflación mundial. Expresó que los riesgos para la formación de precios a nivel global, y su posible influencia en nuestro país, son considerables y al alza. Resaltó que México tiene unas de las mayores brechas de inflación general y subyacente entre las economías emergentes.

Todos comentaron que la Reserva Federal aceleró el retiro del estímulo monetario, duplicando el ritmo de reducción de las compras de activos. Uno puntualizó que se espera que este programa de compras concluya en marzo de 2022. **Todos señalaron que las previsiones del FOMC para la tasa de fondos federales apuntan a aumentos mayores a los previamente**

anticipados. Destacaron que ahora incorporan hasta tres incrementos para 2022. Algunos notaron el cambio de discurso de la Reserva Federal hacia una postura más restrictiva, al no considerar que el aumento en la inflación sea un fenómeno transitorio. **Uno** agregó que dicho banco central señaló que los problemas de oferta y la reapertura de la economía han presionado los precios. **Otro** mencionó que continúa la expectativa de que mantendrán una tasa de interés real negativa hasta 2024. Destacó que la gradualidad y la clara comunicación de la Reserva Federal han evitado movimientos abruptos en los mercados financieros, y que ha tenido cuidado en no retirar el estímulo anticipadamente.

La mayoría coincidió en que se espera que los bancos centrales a nivel global vayan adoptando posturas cada vez menos acomodaticias. Uno agregó que, si bien la mayoría mantiene una postura acomodaticia, su narrativa ha comenzado a mostrarse más restrictiva. **Otro** mencionó que un amplio número de economías emergentes ha acelerado sus ciclos de alzas de tasas de interés. **Uno** detalló que, no obstante, la gran mayoría continúa otorgando un importante estímulo a pesar de que la inflación general está por encima de su objetivo. Destacó los casos de Chile, Colombia, Perú, Hungría y Polonia. **Otro** reflexionó en que, si bien las economías avanzadas que por muchos años han tenido la inflación y sus expectativas por debajo de sus metas cuentan con mayor rango de maniobra, en las economías emergentes, en particular en la mexicana, la formación de precios puede contaminarse con mayor facilidad. Enfatizó que las economías emergentes enfrentan dos retos considerables: i) las significativas presiones inflacionarias a las que están sujetas desde hace meses; y ii) la expectativa de condiciones financieras globales más restrictivas en el futuro cercano. Señaló que para las economías que ya enfrentan importantes presiones inflacionarias, diferir su respuesta de política monetaria para sincronizarla con la de la Reserva Federal, implicaría el riesgo de que se contaminen las expectativas de inflación, erosionando la credibilidad de las autoridades monetarias y requiriendo mayores ajustes en el futuro. Añadió que, por el contrario, inducir oportunamente condiciones monetarias más restrictivas evitaría una afectación mayor en la formación de precios y propiciaría un ajuste más ordenado en la economía en su conjunto, lo cual, llevaría a mejores condiciones para hacer frente a los episodios de volatilidad. Declaró que esta reflexión aplica al caso de la economía mexicana.

La mayoría mencionó que los mercados financieros internacionales mostraron mayor volatilidad, asociada a la nueva variante del virus, a la expectativa de la normalización de la política monetaria de los principales bancos centrales antes de lo esperado, y al alza en la inflación global. Destacó el incremento de las tasas de interés de los bonos gubernamentales de corto plazo, particularmente en Estados Unidos, lo que contribuyó a una apreciación generalizada del dólar. Algunos señalaron el incremento de la aversión al riesgo en los mercados accionarios. Uno comentó que en las economías avanzadas los mercados accionarios presentaron altibajos, si bien destacó que en Estados Unidos se registraron ganancias ante la decisión de la Reserva Federal.

Algunos mencionaron que en este contexto los mercados financieros de economías emergentes mostraron un sesgo negativo. Uno señaló que las bolsas retrocedieron, las tasas de interés se incrementaron y las monedas se depreciaron frente al dólar, si bien estas mostraron un sesgo favorable después del anuncio de la Reserva Federal. Otro comentó que los flujos de capital destinados a renta fija registraron salidas, mientras que los destinados a renta variable presentaron movimientos positivos. La mayoría mencionó que hacia adelante se espera un apretamiento en las condiciones financieras globales ante el adelanto esperado en el retiro del estímulo monetario de la Reserva Federal. Uno expresó que esto será un factor de riesgo para los flujos de capital en las economías emergentes.

Actividad Económica en México

La mayoría mencionó que la información a octubre muestra una reactivación de la actividad económica, luego de la contracción del tercer trimestre. No obstante, señaló que la recuperación sigue siendo frágil, incompleta y heterogénea entre sectores. Uno apuntó que la actividad cerrará el año en un nivel por debajo del registrado previo a la pandemia. Otro destacó que la pandemia sigue siendo el principal riesgo para la actividad. Agregó que la nueva variante del virus podría suponer un retroceso para la recuperación.

Por el lado de la demanda, la mayoría resaltó que las exportaciones manufactureras no automotrices se mantuvieron en niveles elevados en octubre. Sin embargo, mencionó que persisten las disrupciones en las cadenas de suministro y apuntó que las exportaciones manufactureras automotrices registraron

nuevamente un descenso en octubre. Uno detalló que en dicho mes, estas se ubicaron 9.04% por debajo de lo registrado en febrero de 2020. Otro señaló que las exportaciones, después de haber impulsado la recuperación económica, ahora no tienen el mismo ímpetu. La mayoría subrayó que el consumo mostró cierto repunte en septiembre, si bien algunos precisaron que su recuperación se mantiene débil. Algunos comentaron que la recuperación del consumo podría continuar en el cuarto trimestre y uno indicó que estaría apoyado por el aumento en la masa salarial y las remesas. La mayoría mencionó que la inversión mantuvo su atonía al registrar una contracción en septiembre. Uno destacó que el retroceso en la inversión, tanto en construcción como en maquinaria y equipo, la mantiene como una de las variables más rezagadas, lo que muestra la necesidad de fomentar condiciones propicias para invertir. Otro apuntó que continúa estancada desde marzo y permanece 16% por debajo de su nivel máximo alcanzado en 2018. Comentó que los indicadores oportunos sugieren que su atonía continuará en el cuarto trimestre.

Por el lado de la oferta, algunos mencionaron que la producción industrial mostró una mejoría en octubre, impulsada principalmente por las manufacturas, particularmente las del rubro de equipo de transporte. Uno destacó que la construcción se contrajo nuevamente en octubre. Hacia adelante, otro apuntó que se anticipa un repunte de la producción industrial, especialmente en las manufacturas no automotrices, impulsadas por la demanda externa. Uno comentó que el desempeño de los servicios sigue siendo heterogéneo entre subsectores. Apuntó que, dentro de los servicios de apoyo a los negocios, los de empleo sufrieron una fuerte caída en septiembre como reflejo de la reforma en materia de subcontratación laboral. Mencionó que se estima un ligero repunte en el sector de los servicios en el mes de octubre.

La mayoría notó que el mercado laboral sigue recuperándose, si bien aún presenta afectaciones respecto de los niveles previos a la pandemia. Uno resaltó que en octubre se observó una mejoría en los niveles de participación y ocupación. Otro destacó la recuperación del empleo formal, el cual ya rebasó su nivel de febrero de 2020. Agregó que las separaciones y contrataciones, como consecuencia de la nueva regulación a la subcontratación laboral, parecen haberse compensado entre sí, manteniendo el nivel de empleo estable. Uno señaló que, si bien el nivel de desocupación alternativa mostró una ligera disminución durante octubre, sigue por encima de

los niveles previos a la pandemia. **Otro** puntualizó que las tasas de desocupación nacional y urbana se encuentran por encima de sus niveles previos a la pandemia, y que la tasa de subocupación es mayor al 11%. **Algunos** destacaron que se mantiene una recuperación desigual del mercado laboral en cuanto a género. **Uno** agregó que la desigualdad también se observa por grupos de edad. **La mayoría notó que el reciente aumento al salario mínimo podría generar presiones en los costos laborales.** **Uno** detalló que el aumento en el costo unitario de la mano de obra muestra una tendencia ascendente como resultado de un incremento en las remuneraciones medias reales y de una caída en la productividad.

Todos coincidieron en que se han mantenido las condiciones de holgura. La mayoría apuntó que se continúan observando marcadas diferencias entre sectores. **Uno** señaló que la mayoría de las estimaciones de la brecha del producto indican que las condiciones de holgura continuaron amplias durante el cuarto trimestre. **Otro** destacó que la desviación de la actividad económica con respecto a la tendencia que se hubiera presentado en ausencia de la pandemia es de alrededor de 10%. **Uno** consideró que las condiciones de holgura se mantienen sensibles a factores directos e indirectos derivados de la pandemia, y en menor medida a las condiciones monetarias. **Algunos** resaltaron los problemas en la medición de la holgura en la economía. **Uno** subrayó que la subestimación de esta puede conducir a decisiones equívocas, ya que se podría sobreestimar la magnitud de las presiones inflacionarias provenientes de la demanda y subestimar los costos asociados a una postura menos acomodaticia. Por su parte, **otro** advirtió que se podría estar sobreestimando la brecha negativa de producto ante un menor PIB potencial, dado que la inflación subyacente fundamental ha continuado al alza a pesar de las amplias condiciones de holgura.

Inflación en México

Todos indicaron que las presiones inflacionarias globales e internas continúan afectando a la inflación anual general y subyacente. La mayoría mencionó que en noviembre la inflación general anual alcanzó su nivel más alto desde enero de 2001. Destacó que más de la mitad de los genéricos que conforman el INPC están creciendo a tasas superiores al 5%. Uno detalló que la variación mensual de la inflación registró un alza no vista para un mes de noviembre desde 1998. **Otro** señaló que en noviembre superó nuevamente la previsión de analistas y del Banco de México.

Consideró que las tasas de crecimiento anual de múltiples componentes por encima de la meta inflacionaria reflejan no solo un problema asociado a productos afectados por los cuellos de botella sino uno generalizado. **Uno** apuntó que todos los componentes del INPC muestran claras tendencias al alza, lo que sugiere que todavía no se ha alcanzado el pico. **Algunos** resaltaron que diversos indicadores de la inflación como el de media trunca y la inflación fundamental apuntan a una fuerte tendencia al alza. **Uno** agregó que el indicador de media trunca de la inflación general fue de 5.75%, su nivel más alto en una serie calculada desde 2003.

La mayoría indicó que, debido a la profunda integración económica con Estados Unidos, la mayor inflación en este país ha contribuido al repunte de la inflación en México. **Uno** resaltó que en Estados Unidos el índice de precios al productor alcanzó 9.6%, mientras que en México, el mismo índice en noviembre tuvo una variación anual de 9.9%. **Otro** resaltó que dada la inflación elevada que se mantendrá en Estados Unidos durante 2022, pudiera haber más inflación importada. **Algunos** señalaron que la inflación general se encuentra afectada actualmente por un efecto base adverso, debido a la extensión en el número de días del programa de descuentos “Buen Fin” durante 2020. **Uno** detalló que, dado lo anterior, en noviembre del año pasado la inflación mensual anualizada fue excepcionalmente baja y cercana a cero, y la inflación subyacente registró una deflación. Agregó que aun cuando en noviembre de este año la inflación mensual hubiera estado en línea con su promedio histórico, la tasa anual de cualquier forma habría superado el 7%, pues el 67% del incremento en la tasa de inflación anual entre octubre y noviembre se debe al efecto base. Apuntó que el resto del incremento de la inflación se debió a que se registraron presiones adicionales; sin embargo, estas ocurrieron en el contexto del aumento de la movilidad y el gasto ante la mejoría en los indicadores de contagios, por lo que este incremento súbito de la demanda no tendría por qué repetirse.

Todos mencionaron que la inflación subyacente enfrentó presiones en los precios de las mercancías y un repunte en los de los servicios. **Algunos** subrayaron que el componente subyacente acumuló 12 incrementos mensuales consecutivos en noviembre. **Algunos** notaron que la inflación subyacente anual en dicho mes fue la mayor en 20 años. **Uno** destacó que esta se ubica por arriba de 4% desde marzo, y que la medición de la inflación subyacente fundamental se aproxima cada vez más

a rebasarlo. **Otro** consideró preocupante la dinámica de la inflación subyacente que, después de haber mantenido una resistencia a la baja hasta 2019, ha comenzado a mostrar claramente una tendencia al alza, indicando la transmisión de efectos de segundo orden hacia el resto de la economía. **Uno** apuntó que el incremento entre octubre y noviembre de la tasa de inflación subyacente anual se explica en buena parte por el efecto base relacionado con el "Buen Fin" largo del año pasado. **La mayoría mencionó que los precios de las mercancías han reaccionado al incremento de los precios internacionales y a las disrupciones de los procesos productivos.** **Algunos** sostuvieron que las presiones en mercancías han seguido intensificándose tanto en las alimenticias, como en las no alimenticias. **Uno** subrayó que lo anterior ocurrió a pesar de las ofertas del programa de descuentos "Buen Fin". **Otro** apuntó que más del 70% de los componentes de las mercancías presentaron variaciones anuales superiores al 5%. Agregó que el aumento que han presentado las mercancías es mayor al que registraron en 2009 con una depreciación del tipo de cambio que alcanzó a rebasar el 35%. **Algunos** señalaron la variación en los precios de los servicios sigue repuntando, alcanzando niveles cerca de 4%, presionados por aquellos distintos a educación y vivienda. **Uno** mencionó que, a pesar del aumento reciente en su inflación anual, la inflación bienal anualizada de los servicios continúa alrededor de 3%, lo que indica que las presiones en este componente siguen siendo limitadas. **La mayoría indicó que aumentaron las presiones sobre la inflación no subyacente. Destacó las tasas de variación anual de los precios de los agropecuarios y de los energéticos.** **Uno** agregó que las tarifas autorizadas por el gobierno acumulan presiones de costos que podrían ocasionar aumentos en la inflación el próximo año. **Otro** observó que el índice no subyacente casi ha alcanzado su máximo en veinte años.

Todos mencionaron que las expectativas de las inflaciones general y subyacente para 2021, 2022 y para los próximos 12 meses volvieron a incrementarse, así como las de mediano plazo, mientras que las de largo plazo se han mantenido estables en niveles superiores a la meta. La mayoría destacó que las expectativas correspondientes al cierre de 2022 ya se encuentran por encima del límite superior del rango objetivo. **Uno** detalló que más de la mitad de los especialistas encuestados cree que la inflación se ubicará por encima de 4% en los próximos 12 meses y en 2022, y que la probabilidad de que se

ubique por encima de 5% ha comenzado a aumentar. **Otro** comentó que es previsible que el deterioro de las expectativas de corto plazo se extienda al 2023 debido a que las expectativas de inflación mensual se han ubicado consistentemente por debajo del dato observado. No obstante, **uno** indicó que la Encuesta Nacional sobre Confianza del Consumidor (ENCO) muestra un panorama más favorable para las expectativas para los próximos 12 meses, debido a que estas no presentan una marcada tendencia al alza, no han superado su peor nivel desde el inicio de la pandemia y se encuentran muy por debajo de los niveles alcanzados en el episodio inflacionario de 2017. **Otro** expresó que los analistas no esperan que la inflación se reduzca tan rápido como lo prevé el Banco Central y que hay una discrepancia significativa con respecto al ritmo de reducción del componente subyacente. Señaló que es preocupante el incremento de las expectativas de inflación general de mediano plazo, las cuales se ubican en 3.68% a pesar de que las correspondientes a los próximos dos años se encuentran en 3.5%. Apuntó que esto indica que existen dudas acerca de la convergencia de la inflación a la meta en el mediano plazo. **Uno** afirmó que, de no atenderse el deterioro de las expectativas de mediano plazo, se podrían contaminar las de largo plazo. **Algunos** destacaron que las expectativas de inflación extraídas de instrumentos de mercado se mantienen elevadas. **Uno** resaltó que se ubican por encima de las derivadas de encuestas. **Otro** agregó que dichas expectativas se han mantenido al alza, particularmente las de uno a cinco años. **Uno** sostuvo que el promedio de aquellas de seis a diez años se ubica en 3% y muestran una menor variabilidad que las correspondientes al corto plazo. **Otro** comentó que las primas por riesgo inflacionario disminuyeron durante el último mes. **Uno** consideró preocupante la elevada compensación por inflación implícita en los bonos de mediano y largo plazos. **Algunos** advirtieron que el desanclaje de las expectativas de inflación es uno de los retos más importantes que enfrenta la política monetaria.

Todos señalaron que los pronósticos de las inflaciones general y subyacente se revisaron nuevamente al alza, especialmente los de 2022. La mayoría indicó que se prevé que sus mediciones anuales disminuyan en mayor medida a partir de un año y que converjan a la meta de 3% hacia finales del horizonte de pronóstico. **Algunos** observaron que las revisiones al alza reflejan una depreciación cambiaria y presiones inflacionarias adicionales. **Uno** comentó que las sistemáticas revisiones del pronóstico de

inflación dan cuenta de la dificultad que ha habido para determinar la duración de los cuellos de botella, la prolongación de los costos de transporte y fletes, o las inusuales variaciones de las materias primas. **Algunos** precisaron que las presiones provienen del componente subyacente. **Uno** agregó las afectaciones registradas en la inflación no subyacente y un incremento mayor al esperado en los salarios mínimos. Comentó que las revisiones al alza de los pronósticos han ocurrido desde hace más de seis meses y que la más reciente fue de magnitud considerable. **Otro** notó que el componente subyacente presenta un fuerte ajuste al alza, especialmente para el primer trimestre de 2022, si bien se prevé que descienda a partir del segundo trimestre de ese año. **Uno** consideró que las afectaciones en las cadenas de suministros y la escasez de insumos posiblemente cederán hasta mediados de 2022 y que sus efectos podrían exacerbarse ante la nueva variante del virus. Observó que no se puede esperar que una desaceleración económica contenga el incremento de los precios. Añadió que la aparición de nuevos choques y un comportamiento más adverso del componente no subyacente podrían evitar que se converja a la meta en el horizonte de pronóstico. **Otro** afirmó que al proveer al público en cada decisión de política monetaria los pronósticos de inflación trimestral con ajuste estacional anualizados se proporcionarán al público mayores elementos de evaluación y seguimiento al entorno inflacionario actual, lo cual contribuirá a una mejor formación de precios.

Algunos comentaron que el fenómeno de reajuste en precios relativos y los argumentos sobre la transitoriedad de las presiones inflacionarias ya no parecen apropiados para explicar la situación actual, ya que el aumento de la inflación ha sido persistente y generalizado. **Uno** resaltó que la inflación general y sus componentes muestran una tendencia al alza bajo distintas metodologías. Agregó que esto ha comenzado a contaminar las expectativas de inflación y que la prolongación del aumento de precios no sólo es reflejo de los cuellos de botella, sino también de las presiones de demanda a nivel mundial. **Otro** notó que el debate sobre la transitoriedad de las presiones ha quedado atrás ante el cúmulo de choques inflacionarios que perdurarán por más tiempo y cuyos efectos trascenderán a la pandemia. Opinó que la elevada compensación por inflación implícita en los bonos de mediano y largo plazos refleja que los inversionistas perciben una mayor permanencia de las presiones inflacionarias. **Uno** destacó que una buena parte de los choques inflacionarios han estado ligados a la

pandemia y que estos han coincidido con otros choques cuyo origen antecede a la pandemia. Añadió que el lento desvanecimiento y la incierta duración de los mismos podrían conducir a un escenario donde una alta inflación se sincronice con nuevos choques que impidan la convergencia de la inflación y desanclen las expectativas. **Otro** mencionó que las expectativas a largo plazo extraídas de instrumentos de mercado son cercanas a 3%, lo que es consistente con la percepción de que las presiones son transitorias. Afirmó que, si bien los choques se han prolongado, es importante recordar que su origen se debió al cambio en los patrones de consumo y las restricciones de oferta que han generado un incremento en los precios de las mercancías a nivel global; al incremento en los precios internacionales de las materias primas; y a la reversión a la tendencia en los precios de servicios y algunos bienes, lo que significa que su inflación será alta por algunos meses más, sin que ello implique un descontrol en el proceso de formación de precios. Apuntó que los dos primeros factores están afectando los precios internos a pesar de las condiciones domésticas de holgura. Estimó que las presiones tenderán a desvanecerse conforme la economía mundial continúe avanzando hacia una recuperación más homogénea y con un mayor control de la pandemia, lo que favorecerá la mitigación de las restricciones de oferta mencionadas. Notó que ya comienzan a observarse señales en esta dirección, como la estabilidad de precios de alimentos e insumos industriales y mejoras en indicadores de transporte.

Entre los riesgos al alza para la inflación, la mayoría destacó las presiones inflacionarias externas. **Algunos** mencionaron las presiones de costos, una depreciación cambiaria y aumentos de precios de energéticos. **Uno** añadió la persistencia en la inflación subyacente en niveles elevados. **Algunos** agregaron los efectos del incremento reciente al salario mínimo. **Uno** detalló que ello se podría observar como resultado de la creciente proporción de trabajadores con un salario cercano a esta nueva referencia. **Otro** elaboró que dicha política salarial junto con el deterioro de la productividad laboral es un factor interno que puede reforzar las presiones inflacionarias y detonar una espiral salarios-precios, erosionando el poder adquisitivo de los trabajadores. **Uno** añadió como riesgo las presiones que aún se observan en los precios de las materias primas, de los alimentos y de los precios al productor, a lo que se suma la volatilidad cambiaria. Resaltó que aquellos genéricos de la inflación subyacente que son más susceptibles al tipo de cambio y a los precios de los

energéticos pudieran continuar con incrementos más pronunciados. Entre los riesgos a la baja, **otro** apuntó: i) ampliación de la brecha negativa del producto, ii) medidas de distanciamiento social y iii) apreciación cambiaria. **La mayoría indicó que el balance de riesgos con respecto a la trayectoria prevista para la inflación en el horizonte de pronóstico se ha vuelto a deteriorar y se mantiene al alza.**

Entorno Macrofinanciero

La mayoría notó que los mercados financieros nacionales presentaron volatilidad recientemente. Algunos comentaron que ello obedeció tanto a factores internacionales, como a idiosincrásicos. Al respecto, **uno** señaló el proceso de sucesión en el Banco Central. Mencionó que los riesgos para los mercados financieros se incrementaron moderadamente. **La mayoría observó que el tipo de cambio se depreció.** **Uno** apuntó que ello respondió a la postura menos acomodaticia de la Reserva Federal, al deterioro de la balanza comercial y a la mayor incertidumbre local. **Otro** detalló que la moneda nacional mostró ser altamente sensible a las fluctuaciones de los mercados financieros globales, especialmente en relación a otras divisas emergentes. En este contexto, **algunos** alertaron sobre las variaciones negativas en la posición de inversionistas extranjeros en activos denominados en pesos. **Uno** agregó que, en fechas recientes, la tenencia de bonos de largo plazo, que se había mantenido relativamente estable, también se ha visto afectada a pesar de que México mantiene una mejor posición relativa que otras economías emergentes. **Otro** comentó que la tenencia de extranjeros en valores gubernamentales como porcentaje del total en circulación alcanzó su nivel más bajo en una década. Mencionó que el flujo de capitales es más sensible a los diferenciales de tasas. **Algunos** indicaron que las tasas de interés de mediano y largo plazos presentaron ajustes al alza, influidas por condiciones externas. Apuntaron que el mercado accionario mexicano presentó un desempeño negativo. **Uno** comentó que los indicadores de riesgo soberano se incrementaron y **otro** notó que se observa un aumento en la aversión al riesgo por parte del sector privado, al mostrar una preferencia por activos altamente líquidos sobre instrumentos a plazo. Mencionó que las colocaciones netas de deuda corporativa en los mercados interno y externo

mostraron un bajo dinamismo, reflejando el comportamiento precautorio.

Uno mencionó que el crédito a empresas y hogares continúa deteriorado, y que el dirigido a PyMEs continúa más de 12% por debajo del que prevalecía previo a la pandemia. **Otro** señaló que la contracción en el crédito interno obedece a factores más allá de la política monetaria, como la renuencia a invertir por parte de los empresarios. **Uno** notó que la cartera de crédito a empresas se incrementó ligeramente durante octubre, lo que contribuyó a moderar su contracción anual. Añadió que los agregados monetarios continúan exhibiendo una desaceleración con respecto al año pasado, si bien permanecen elevados.

Política Monetaria

La Junta de Gobierno evaluó la magnitud y la diversidad de los choques que han afectado a la inflación y a los factores que la determinan, el riesgo de que se contamine la formación de precios y los retos por el apretamiento de las condiciones monetarias y financieras globales, con base en ello la mayoría decidió, en esta ocasión, incrementar en 50 puntos base el objetivo para la Tasa de Interés Interbancaria a un día a un nivel de 5.50%. Destacó que con ello se ajusta la postura de política monetaria a la trayectoria que se requiere para que la inflación converja a su meta. Señaló que en las próximas decisiones de política monetaria la Junta de Gobierno vigilará estrechamente la evolución de las presiones inflacionarias, así como el comportamiento de todos los factores que inciden en la trayectoria prevista para la inflación y en sus expectativas. Lo anterior con el propósito de determinar una tasa de referencia que sea en todo momento congruente con la trayectoria que se requiere para propiciar la convergencia ordenada y sostenida de la inflación general a la meta de 3% en el plazo en el que opera la política monetaria, así como un ajuste adecuado de la economía y de los mercados financieros.

Un miembro expresó que, en ausencia de otros factores que contribuyan a disipar las presiones sobre los mercados financieros y el tipo de cambio, es necesario reforzar moderadamente la postura monetaria. Sin embargo, advirtió que esto debe hacerse con prudencia ya que una postura demasiado restrictiva podría afectar al crecimiento económico y, eventualmente, a los flujos de capital y a la paridad cambiaria, contraponiéndose con el objetivo original de la política mencionada. Notó que

varias economías emergentes fueron capaces de otorgar un estímulo monetario en 2020 y 2021 mayor que el de México a pesar de que cuentan con fundamentos macroeconómicos menos fuertes. Argumentó que, si se hubiese optado por una política de apretamiento más gradual durante 2021, o de mayor estímulo durante 2020, hoy se contaría con mayor espacio para procurar la estabilidad financiera y mantener una política acomodaticia, como lo han hecho otros países emergentes. Comentó que los aumentos continuos en la tasa de interés en 2021 han llevado a una situación en que podría ser necesario sacrificar esta postura para conseguir dicha estabilidad. Agregó que adelantarse demasiado al proceso de normalización de tasas por parte de la Reserva Federal pone en riesgo a la economía de caer en una trampa de bajo crecimiento e inestabilidad financiera. Resaltó la importancia de estudiar y comunicar la naturaleza del actual fenómeno inflacionario, relacionada con factores exógenos y de alcance global, los cuales comenzarán a desvanecerse en los meses subsecuentes, y agregó que la política monetaria puede hacer muy poco para contener dichas presiones. Recordó que los incrementos continuos en la tasa no han logrado impedir que la inflación en México aumente a niveles no vistos en dos décadas. Sostuvo que, en cambio, los incrementos en la tasa de interés sí conllevan un alto costo para la actividad económica en México, afectando el crédito, la inversión, el consumo, los mercados financieros y las finanzas públicas. Opinó que el argumento de control de las expectativas parece insuficiente para justificar las alzas continuas, pues las expectativas de corto plazo han continuado aumentando a pesar de los incrementos en tasas. Destacó que por un lado no todas las mediciones de las expectativas de mediano plazo han sido afectadas, al tiempo que las de largo plazo se encuentran estables, lo cual es consistente con la transitoriedad de las presiones inflacionarias.

Otro miembro señaló que ante el aumento en la velocidad del retiro del programa de compras de activos de la Reserva Federal, los datos observados en la inflación, y el deterioro de las expectativas, es necesario actuar con mayor firmeza para propiciar el anclaje de las expectativas de inflación. Destacó que el reforzamiento monetario iniciado este año pretendía actuar de manera preventiva a posibles efectos de segundo orden, un desanclaje de las expectativas de inflación y una contaminación en la formación de precios del país, y que con este objetivo se había aumentado la tasa de interés en 100 puntos base. Notó que a pesar de estos incrementos, la tasa de interés real ex-ante se ha ajustado en menos de un cuarto de punto porcentual

desde junio a la fecha, debido a que las expectativas de inflación han continuado deteriorándose lo cual sugiere que la actuación de la política monetaria debe ser más decidida ante el nivel de la inflación observada y la incertidumbre sobre la duración de los choques que se enfrentan. Recordó que en un régimen de inflación con base en pronósticos la postura monetaria debe lograr que la trayectoria proyectada de inflación tienda a converger a la meta y que si los ajustes de la política monetaria gozan de una alta credibilidad entonces los choques no lograrán desviar a la inflación de su objetivo de manera sostenida, las expectativas se mantendrán ancladas y habrá ganancias en la eficiencia de la convergencia de la inflación, por lo que consideró que mantener un marco de acciones creíbles es una tarea imperativa en estos momentos. Señaló que el sentido de su voto está orientado a propiciar una formación adecuada de las expectativas de inflación y buscar su firme anclaje. Expresó que, dados los fundamentos macroeconómicos de la economía mexicana, el reforzamiento monetario no debería requerir incrementos semejantes a los observados en otras economías. No obstante, dado el incierto entorno actual, es necesario mostrar un compromiso inequívoco con el mandato constitucional del Banco y asumir un enfoque de política monetaria más robusto.

Un miembro notó que desde la decisión anterior la inflación ha alcanzado niveles muy elevados, con la perspectiva de que las presiones externas e internas perduren por más tiempo. Advirtió que la contaminación del proceso de formación de precios demanda un mayor ritmo de ajuste, firme y proactivo, que considere todos los factores, no de manera mecánica, sino ponderados adecuadamente. Esto a fin de mantener la trayectoria de inflación convergente a la meta, que permita el anclaje de sus expectativas y que sincronice los ciclos monetarios local y global. Apuntó que se debe encontrar el balance entre una recuperación económica débil, presiones inflacionarias persistentes y el comienzo de un nuevo ciclo de apretamiento monetario de la Reserva Federal. Expresó que la autonomía del Banco de México, la imposibilidad de financiar al gobierno y el buen actuar de las finanzas públicas ha impedido caer en una dominancia fiscal. Sin embargo, señaló que el argumento de no subir la tasa porque tendría un efecto sobre el gasto público vía un incremento en el costo financiero podría introducir elementos de dominancia fiscal que perjudicarían el buen funcionamiento de la política monetaria. Resaltó que resulta fundamental mandar señales claras de cumplimiento del mandato prioritario para preservar la credibilidad de la

Institución. Para tal fin, opinó que se debe fortalecer el esquema de objetivos de inflación con base en pronósticos, el cual descansa en el canal de transmisión de las expectativas. Indicó que considerar que un aumento en la tasa de política monetaria manda la señal contraria al incrementar las expectativas de inflación no es consistente con el esquema monetario actual y conlleva al peligro de una mayor inflación, difícil de controlar, similar a la que actualmente padece Turquía. Argumentó que una actitud proactiva previene un mayor deterioro en las expectativas. Por ello, destacó que la respuesta de política monetaria debe ser proporcional al panorama inflacionario para preservar la credibilidad y el anclaje de largo plazo de las expectativas. Señaló que, hacia delante, la Junta de Gobierno continuará trabajando de manera unida para encontrar la mejor estrategia que atienda el mandato prioritario del Banco de México en el complejo entorno actual.

Otro miembro consideró que ante los riesgos de la inflación, así como los ajustes a los pronósticos, y atendiendo con responsabilidad el mandato primordial de la Institución, es indispensable incrementar el ritmo del retiro del estímulo monetario. Destacó que en ausencia de una acción más decidida y contundente que ratifique el compromiso con el objetivo prioritario, se corre el riesgo de la pérdida de credibilidad y el desanclaje de las expectativas de inflación, lo que implicaría más adelante medidas sumamente costosas para la población, especialmente para la de menores ingresos. Argumentó que ante los resultados que se han obtenido hasta ahora, se debe reconsiderar la estrategia de política monetaria. Recalcó que el panorama inflacionario se ha deteriorado durante el año a niveles no vistos desde hace dos décadas, mientras que la respuesta se ha mantenido gradual, cautelosa y dependiente de los datos. Afirmó que ello fue factible gracias a que en junio de 2021 se tenía una postura que permitió cierto margen para adoptar un enfoque de gradualidad. Expresó que las continuas revisiones al alza de los pronósticos de inflación muestran que la estrategia no ha sido eficaz para contener la inflación ni sus expectativas. Opinó que ello constituye un riesgo para las expectativas y la credibilidad del Banco Central, en caso de que se perciba falta de congruencia entre los comunicados y las acciones tomadas. Indicó que el comunicado debe señalar el deterioro del panorama para la inflación y el sesgo al alza del balance de riesgos. Añadió que debe refrendar el compromiso de que se tomarán las acciones necesarias para asegurar la convergencia de la inflación a la meta y fortalecer el anclaje de las expectativas. Resaltó que las

presiones inflacionarias provenientes del exterior y por choques de oferta se mantendrán incluso ante el ajuste monetario, sin embargo, este busca principalmente fortalecer el canal de las expectativas, y limitar las presiones de demanda. Agregó que este ajuste posiciona al Banco de México estratégicamente para enfrentar las condiciones financieras globales más astringentes que se observarán durante 2022, especialmente considerando que la moneda nacional se encuentra fuertemente expuesta a choques externos, sobre todo ante el inminente viraje en los estímulos monetarios de economías avanzadas, principalmente en Estados Unidos. Estimó que se enfrentarán riesgos que se deben atender en forma oportuna y contundente.

Un miembro destacó que si bien la tasa objetivo de política monetaria se ha incrementado 100 puntos base en el año, con el aumento en más de 80 puntos base en las expectativas de inflación para los próximos 12 meses, la tasa real ex-ante ha permanecido prácticamente sin cambios entre mayo y noviembre. Argumentó que la postura de política monetaria debe de considerar: i) la magnitud y diversidad de los choques que han llevado a las inflaciones general y subyacente a niveles no vistos en dos décadas; ii) la incertidumbre que persiste sobre la dinámica de precios a nivel global; iii) el alto riesgo de contaminación de la formación de precios y de las expectativas de inflación; y iv) los retos que enfrenta una economía emergente, pequeña y altamente integrada a los mercados financieros mundiales, ante el apretamiento de las condiciones monetarias y financieras globales que puede implicar salidas de capital y presiones cambiarias. Agregó que dichas economías que complementan su ahorro interno con fuentes externas deben mantener tanto finanzas públicas sostenibles, como una política monetaria enfocada en una inflación baja y estable, y fortaleza en el sistema financiero. Expresó que la política monetaria debe mantener ancladas las expectativas de inflación, inducir condiciones ordenadas en el mercado cambiario, contener las primas de riesgo a lo largo de la curva de rendimientos y propiciar la convergencia de la inflación a la meta de 3%. Añadió que en el contexto actual, la trayectoria de política monetaria implica rebasar el límite superior del intervalo para la tasa neutral en términos reales en el horizonte de pronóstico. Señaló que el papel de la política monetaria es contar con una inflación alrededor de su meta, asegurando que los altos niveles que ha alcanzado sean transitorios y evitando que se contamine la formación de precios. Consideró que tolerar una inflación elevada y muy superior a la

meta, sin hacer los ajustes necesarios, afectaría la formación de precios y propiciaría un deterioro significativo en los mercados financieros nacionales. Resaltó que ello sería un obstáculo para la convergencia de la inflación hacia su meta y erosionaría la credibilidad que tanto ha costado ganar al Banco de México. Enfatizó que en el contexto actual se debe reforzar el compromiso del Instituto con el cumplimiento de su mandato constitucional de proteger el poder adquisitivo de la moneda nacional.

3. DECISIÓN DE POLÍTICA MONETARIA

La Junta de Gobierno evaluó la magnitud y diversidad de los choques que han afectado a la inflación y a los factores que la determinan, el riesgo de que se contamine la formación de precios y los retos por el apretamiento de las condiciones monetarias y financieras globales. Con base en ello decidió, en esta ocasión, incrementar en 50 puntos base el objetivo para la Tasa de Interés Interbancaria a un día a un nivel de 5.50%. Con esta acción, la postura de política monetaria se ajusta a la trayectoria que se requiere para que la inflación converja a su meta de 3% dentro del horizonte de pronóstico.

En las siguientes decisiones de política monetaria la Junta de Gobierno vigilará estrechamente el comportamiento de las presiones inflacionarias, así como el de todos los factores que inciden en la trayectoria prevista para la inflación y en sus expectativas. Ello con el objetivo de determinar una tasa de referencia que sea congruente en todo momento con la trayectoria requerida para propiciar tanto la convergencia ordenada y sostenida de la inflación general a la meta de 3% en el plazo en el que opera la política monetaria, como un ajuste adecuado de la economía y de los mercados financieros.

4. VOTACIÓN

Alejandro Díaz de León Carrillo, Galia Borja Gómez, Irene Espinosa Cantellano, y Jonathan Ernest Heath Constable votaron a favor de aumentar el objetivo para la Tasa de Interés Interbancaria a un día en 50 puntos base a un nivel de 5.50%. Gerardo Esquivel Hernández votó a favor de aumentar el objetivo para la Tasa de Interés Interbancaria a un día en 25 puntos base a un nivel de 5.25%.

5. OPINIONES/VOTOS DISIDENTES

Voto. Gerardo Esquivel Hernández

La expectativa de una postura menos acomodaticia de la Reserva Federal afectó las condiciones financieras globales. Esto, combinado con factores idiosincráticos, ha generado mayor incertidumbre y volatilidad en mercados locales. Por ello, considero necesario reforzar la postura monetaria. El reforzamiento debe ser moderado, ya que una postura demasiado restrictiva tendría diversas implicaciones negativas. Debe evitarse una visión cortoplacista que reaccione mecánicamente con incrementos de tasas ante cualquier choque. Entender y comunicar adecuadamente la naturaleza del actual fenómeno inflacionario es crucial. Este se explica por factores exógenos que comenzarán a desvanecerse en meses subsecuentes sin que hubiese sido necesario un excesivo apretamiento prematuro de las condiciones monetarias locales. Los incrementos continuos en tasas no impidieron que la inflación aumentara a niveles no vistos en dos décadas. La razón es que el origen de este episodio es predominantemente externo. El argumento de control de las expectativas que ha justificado los aumentos ha sido desmentido en los hechos, pues las de corto plazo no han dejado de subir a pesar de los incrementos. En perspectiva, debe considerarse que adelantarse demasiado al proceso de normalización de la Reserva Federal nos pone en riesgo de caer en una trampa de bajo crecimiento e inestabilidad financiera.

ANEXO

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

A.1. Condiciones externas

A.1.1. Actividad económica mundial

La información disponible muestra un incremento moderado en el ritmo de crecimiento de la actividad económica mundial en el cuarto trimestre de 2021, con heterogeneidad entre países por la evolución de la pandemia y las acciones de sus autoridades sanitarias, monetarias y fiscales. La producción industrial a nivel global y el comercio internacional de mercancías se han visto afectados por la persistencia de cuellos de botella en las cadenas globales de suministro. Dichos cuellos de botella se han ampliado como resultado de los estímulos al gasto y la recomposición de este hacia consumo de mercancías en el contexto de la pandemia. Los índices prospectivos sugieren una recuperación de la actividad manufacturera y de servicios (Gráfica 1); ello, a pesar del repunte de contagios en varios países y del surgimiento de la variante Ómicron del virus SARS-CoV-2. La inflación global siguió aumentando, presionada igualmente por los cuellos de botella en la producción, la recomposición del gasto hacia mercancías, los elevados precios de alimentos y energéticos, y la recuperación de algunos servicios. En la mayoría de las principales economías, tanto avanzadas como emergentes, la inflación se mantuvo por encima de los objetivos de sus bancos centrales.

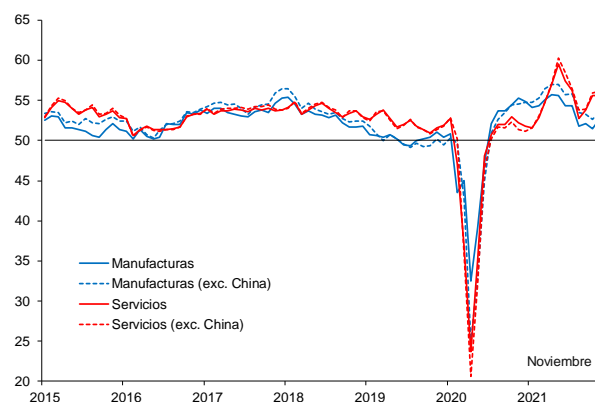
En este contexto, en la mayoría de las principales economías avanzadas las autoridades monetarias han iniciado su proceso de reducción del estímulo monetario y las mayores presiones inflacionarias han generado la expectativa de que en algunos casos, como el de la Reserva Federal de Estados Unidos, este se acelere. En las economías emergentes, un amplio número de bancos centrales aumentó la intensidad de los incrementos en las tasas de referencia. En este entorno, durante la

¹ Expresado como tasa trimestral anualizada ajustada por estacionalidad, el crecimiento del PIB de Estados Unidos en el tercer trimestre de 2021 fue de 2.1%.

mayor parte del periodo, los mercados financieros registraron una mayor volatilidad, asociada al aumento en las presiones inflacionarias, a la expectativa de una reducción del estímulo monetario en algunas economías avanzadas antes de lo previsto anteriormente, a la evolución de la pandemia y a la incertidumbre ante la aparición de la variante Ómicron del virus SARS-CoV-2 y sus posibles efectos sobre la recuperación económica y la inflación.

Entre los riesgos para la economía global destacan los asociados a la pandemia, las presiones inflacionarias y los ajustes a las condiciones monetarias y financieras. Destaca, además, la posibilidad de que las disrupciones en las cadenas de suministro se prolonguen más de lo previsto y que, si bien se sigue anticipando que algunos de los factores que han impulsado la inflación global tendrán un efecto temporal sobre la inflación anual, no puede descartarse un escenario en el que estos tengan mayor persistencia, lo que podría derivar en un apretamiento más acelerado de la política monetaria en algunos países y generar nuevos episodios de volatilidad en los mercados financieros.

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



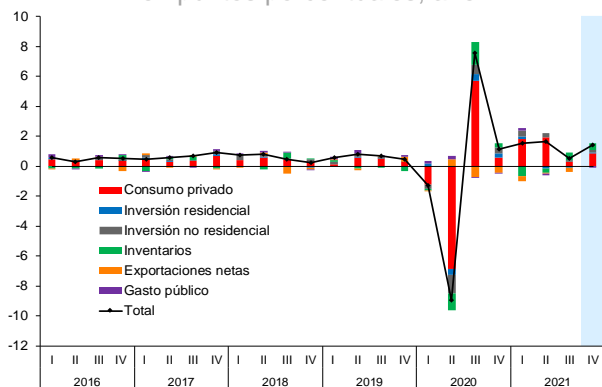
a. e. / Cifras con ajuste estacional.
Fuente: IHS Markit.

En Estados Unidos, luego de crecer 0.5% en el tercer trimestre a tasa trimestral ajustada por estacionalidad,¹ los indicadores disponibles sugieren que la actividad económica aceleró su ritmo de expansión durante el cuarto (Gráfica 2). Ello como

reflejo de los avances en el proceso de vacunación y de la disminución en el número de contagios respecto al verano. Se prevé que el crecimiento haya sido impulsado por el consumo de los hogares, a su vez favorecido por las condiciones financieras aún acomodaticias, los favorables balances financieros de los hogares y los relativamente elevados niveles de empleo. Las cifras disponibles sobre pedidos de bienes de capital sugieren un repunte en la inversión, mientras que los indicadores sobre inventarios de negocios apuntan a que estos podrían contribuir positivamente al crecimiento en el cuarto trimestre. Adicionalmente, se prevé una contribución positiva de las exportaciones netas ante el repunte que han tenido las exportaciones, destacando las automotrices. En relación a los avances respecto a la aprobación de un paquete de gasto social, aunque este ya fue aprobado por la Cámara de Representantes, aún debe ser ratificado por el Senado.

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.

Nota: El área sombreada hace referencia a los pronósticos de Blue Chip de diciembre de 2021.

Fuente: BEA y Blue Chip.

La producción industrial de Estados Unidos se expandió 1.6% a tasa mensual en octubre, luego de contraerse 1.3% en septiembre. Lo anterior como reflejo de un crecimiento generalizado de sus principales sectores. Destaca la expansión de 4.1% en la minería como resultado de la normalización de las actividades de extracción de petróleo y gas, tras la disipación de los efectos adversos del huracán Ida en la región del Golfo de México a finales de agosto y principios de septiembre. Por su parte, el sector manufacturero mostró una recuperación, impulsado

por los sectores petroquímico y automotriz. El índice de gerentes de compras del sector manufacturero sugiere que este sector seguirá resintiéndose los efectos de la persistencia de cuellos de botella, los elevados costos de los insumos y la escasez de mano de obra.

El mercado laboral en Estados Unidos siguió recuperándose en noviembre, aunque a un ritmo menor al registrado en meses anteriores. La nómina no agrícola aumentó en 210 mil plazas en ese mes, después de expandirse en 546 mil plazas en octubre, reflejando una moderación en el crecimiento de los sectores de ocio y hospitalidad. El nivel de empleo en noviembre se ubicó 3.9 millones por debajo del registrado antes de la pandemia, mientras que la tasa de desempleo disminuyó de 4.6% en octubre a 4.2% en noviembre, ante la fuerte expansión del empleo.

En la zona del euro, los indicadores disponibles sugieren que en el cuarto trimestre la actividad económica moderó su ritmo de recuperación, luego de expandirse 2.2% a tasa trimestral ajustada por estacionalidad durante el tercer trimestre.² El menor dinamismo respondería a las afectaciones en las cadenas productivas y a la reimposición de medidas de contención ante el repunte de casos de COVID-19, si bien estas variaron en magnitud y duración dentro de las economías de la región. No obstante, la actividad económica seguiría estando apoyada por la demanda interna, particularmente por el consumo de los hogares, el cual se ha visto favorecido por la recuperación del mercado laboral. Asimismo, la inversión pública y privada ha empezado a mostrar los efectos de la implementación del Plan de Facilidad de Recuperación y Resiliencia. La tasa de desempleo disminuyó de 7.4% en septiembre a 7.3% en octubre. Por su parte, los índices de gerentes de compras sugieren que la actividad económica seguiría recuperándose, si bien continuará siendo afectada por los factores antes mencionados.

En el Reino Unido, los indicadores disponibles apuntan a una recuperación sostenida de la actividad económica en el cuarto trimestre de 2021, luego de que esta se expandiera 1.3% a tasa trimestral ajustada por estacionalidad en el tercer trimestre.³ La actividad económica ha estado apoyada por la demanda interna, a medida que la recuperación del empleo se ha traducido en una

² Expresado como tasa trimestral anualizada ajustada por estacionalidad, la variación del PIB de la zona del euro fue de 9.3% en el tercer trimestre de 2021.

³ Expresado como tasa trimestral anualizada ajustada por estacionalidad, la variación del PIB de Reino Unido fue de 5.1% el tercer trimestre de 2021.

recuperación del consumo de los hogares. No obstante, las distorsiones en las cadenas de suministro, el elevado número de contagios de COVID-19 y la debilidad del comercio y la inversión asociada a su salida del Unión Europea (*Brexit*) continuaron afectando la recuperación económica. Respecto al mercado laboral, la tasa de desempleo disminuyó de 4.3% en septiembre a 4.2% en octubre. Los índices de gerentes de compras sugieren que la recuperación de la actividad manufacturera y de servicios continuaría.

En Japón, la información disponible sugiere que la actividad económica, luego contraerse a una tasa trimestral ajustada por estacionalidad de 0.9% durante el tercer trimestre, repuntó durante el cuarto trimestre ante el levantamiento del estado de emergencia y las menores restricciones a la oferta.⁴ En particular, el consumo de los hogares, especialmente en servicios, registró un importante crecimiento en octubre ante el levantamiento de las restricciones a la movilidad. La producción y las exportaciones, principalmente de automóviles e insumos industriales, mostraron una recuperación, si bien siguieron siendo afectados por los cuellos de botella y la escasez de semiconductores. Por su parte, la tasa de desempleo disminuyó de 2.8% en septiembre a 2.7% en octubre. Los índices de gerentes de compras sugieren que la actividad en el sector de servicios y manufacturera continuó recuperándose durante el resto del cuarto trimestre. La recuperación de la actividad económica seguiría siendo impulsada por el paquete de estímulos fiscales recientemente anunciado por el gobierno, mismo que se prevé que sea aprobado a finales de 2021.

En las principales economías emergentes, el crecimiento durante el cuarto trimestre ha sido heterogéneo entre regiones y países, en función de la evolución de la pandemia y de la exposición de cada país a las afectaciones a las cadenas globales de suministro, así como, en algunos casos de América Latina y Europa Emergente, del apretamiento de las condiciones financieras. En América Latina, los indicadores apuntan a una continua recuperación de la actividad económica en la mayoría de los países, si bien en algunos casos a un menor ritmo que el del trimestre previo. En Asia Emergente, la información disponible sugiere un crecimiento robusto del PIB en la mayoría de las economías, debido a la normalización gradual de las

actividades productivas tras el repunte de nuevos casos de COVID-19 en los meses previos. En particular, en China los indicadores oportunos apuntan a un aumento de la actividad económica explicado, principalmente, por una recuperación del consumo privado y por un desempeño favorable de la producción industrial. En Europa Emergente, los indicadores disponibles sugieren que la actividad seguiría recuperándose, aunque en algunos casos a un ritmo más moderado ante la imposición de nuevas restricciones asociadas al resurgimiento de casos de COVID-19 en la región.

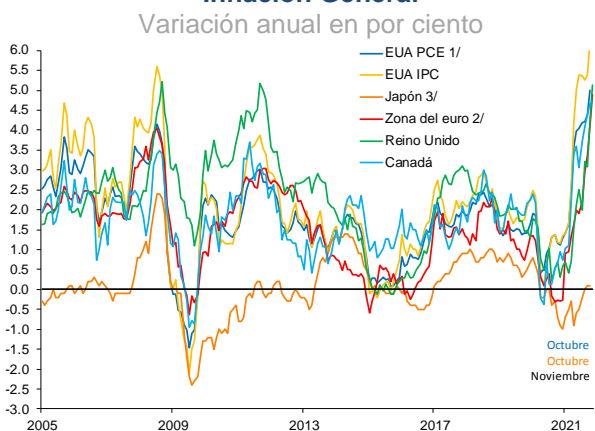
Los precios internacionales de las materias primas registraron una tendencia a la baja desde la última decisión de política monetaria en México. Los precios del petróleo, tras alcanzar en octubre su nivel más alto desde hace más de siete años, disminuyeron durante la mayor parte de noviembre ante las preocupaciones en torno al incremento de contagios de COVID-19 en algunas regiones, principalmente en Europa, y el consecuente riesgo a la baja para la recuperación de la demanda mundial de crudo. A inicios de diciembre las cotizaciones registraron incrementos, dado que no se espera que la reducción gradual en los recortes en la producción por parte de los miembros de la Organización de Países Exportadores de Petróleo (OPEP) y otros productores contrarreste el fortalecimiento de la demanda de petróleo en los próximos meses. Los precios del gas natural han mostrado un comportamiento mixto entre regiones, disminuyendo en Estados Unidos ante una mayor producción y una menor demanda derivada de temperaturas más cálidas a las esperadas, mientras que en los mercados europeos y asiáticos los precios de referencia continuaron exhibiendo una tendencia alcista. Por su parte, el precio de la mayoría de los granos disminuyó ante reportes de una producción global mayor a la esperada e incertidumbre respecto a la demanda futura. En las últimas semanas, los precios de la mayoría de los metales industriales han sido presionados a la baja por las preocupaciones asociadas a la nueva variante Ómicron del virus SARS-CoV-2 y su posible impacto sobre la actividad económica mundial.

⁴ Expresado como tasa trimestral anualizada ajustada por estacionalidad, la variación del PIB de Japón fue -3.6% el tercer trimestre de 2021.

A.1.2. Política monetaria y mercados financieros internacionales

La inflación a nivel mundial continuó aumentando tanto en países avanzados como emergentes, presionada por los cuellos de botella en las cadenas productivas, la recomposición del gasto hacia mercancías, los elevados precios de alimentos y energéticos, y la recuperación de algunos servicios. La inflación general en la mayoría de las principales economías avanzadas continuó ubicándose por encima de los objetivos de sus bancos centrales, con excepción de Japón (Gráfica 3). En este contexto, las expectativas de inflación de corto plazo provenientes de encuestas siguieron aumentando para estas economías, al tiempo que aquellas de mayor plazo derivadas de instrumentos financieros se mantuvieron relativamente estables.

Gráfica 3
Economías Avanzadas Seleccionadas:
Inflación General



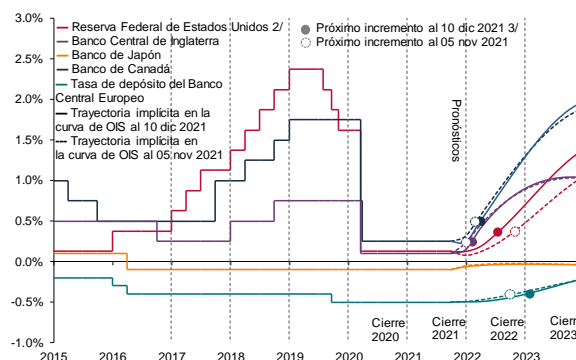
1/ Se emplea el deflactor del gasto en consumo personal.
2/ Cifras preliminares para noviembre.
3/ Excluye alimentos frescos. Esta serie no excluye el efecto del incremento del impuesto al consumo en mayo de 2014 y octubre de 2019, ni el efecto del programa de guardería y educación preescolar gratuita en octubre de 2019.
Fuente: Bureau of Economic Analysis, Bureau of Labor Statistics, Eurostat, Bank of Japan, Statistics Canada, Office of National Statistics.

En la mayoría de las principales economías emergentes la inflación continuó aumentando como resultado de los mismos factores que afectaron a la inflación en las economías avanzadas, si bien en algunos casos también ha influido la depreciación de sus tipos de cambio. Además, en la mayoría de estas economías la inflación se mantuvo por encima del objetivo de sus bancos centrales, con la excepción de algunas de la región asiática, tales como Indonesia y China, las cuales han enfrentado menores disrupciones derivadas de la pandemia. Cabe destacar que las continuas presiones por los cuellos de botella en las cadenas de suministro global se han reflejado en mayores precios al

productor tanto en economías avanzadas como en emergentes, sugiriendo que las presiones al alza en la inflación global pudieran prolongarse.

En este contexto, la mayoría de los bancos centrales de economías avanzadas han iniciado el retiro de su estímulo monetario y la persistencia de las presiones inflacionarias ha generado la expectativa de que en algunos casos este se acelere. En este sentido, la Reserva Federal duplicó el ritmo de reducción de sus compras de activos y dio a conocer previsiones para la tasa de fondos federales en 2022 y 2023 con aumentos mayores a lo anticipado. Las expectativas extraídas de instrumentos financieros, anticipan alzas en las tasas de interés en la mayoría de las principales economías avanzadas a lo largo de 2022 (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%).
3/ Para la Reserva Federal y el Banco de Canadá se asume un primer incremento de 25bps, para el Banco de Inglaterra de 15 bps y para el Banco Central Europeo y el Banco de Japón de 10 bps.
Fuente: Banco de México con datos de Bloomberg.

Entre las decisiones de política monetaria recientes de las principales economías avanzadas destacan:

- i) En su reunión de diciembre, la Reserva Federal mantuvo sin cambio su rango objetivo de entre 0.0 y 0.25% para la tasa de interés de fondos federales. Indicó que será apropiado mantener ese rango hasta que las condiciones del mercado laboral hayan alcanzado niveles consistentes con su estimación de máximo empleo, reconociendo que la inflación ha excedido el nivel de 2% durante algún tiempo. Además, considerando la evolución de la inflación y la mejoría en el mercado laboral, el Comité Federal de Operaciones de Mercado Abierto (*FOMC*) decidió

acelerar el retiro del estímulo monetario, duplicando el ritmo de reducción de las compras netas de activos. Así, la reducción mensual de las compras netas de valores del Tesoro se ajustó de 10 a 20 mil millones de dólares a partir de enero, mientras que la de las compras netas de valores respaldados por hipotecas de agencias se ajustó de 5 a 10 mil millones de dólares. Las medianas de las expectativas de crecimiento del Comité se revisaron a la baja para 2021 y 2023 y al alza para 2022 y las de la tasa de desempleo para 2021 y 2022 disminuyeron. Por su parte, las medianas de las expectativas de inflación general se revisaron de 4.2 a 5.3% para 2021, de 2.2 a 2.6% para 2022 y de 2.2 a 2.3% para 2023, y se prevé que se ubique en 2.1% en 2024. En relación al momento de aumentar las tasas de interés, el presidente de dicha Institución señaló que todos los miembros del Comité pronostican que las condiciones para que esto suceda se darán el próximo año y que esperan un ritmo gradual de alzas que ubique la tasa de fondos federales alrededor de su nivel estimado de largo plazo para finales de 2024. En este sentido, las medianas de los pronósticos del Comité publicadas en diciembre muestran un aumento de la tasa de interés de referencia de 0.3 a 0.9% para 2022, de 1.0 a 1.6% para 2023 y de 1.8 a 2.1% para 2024. Lo anterior sugiere la expectativa de tres alzas de 25 puntos base en la tasa de interés para el cierre de 2022. Esta trayectoria para la tasa de fondos federales se compara con la que está implícita en instrumentos financieros y que incorpora la expectativa de alrededor de tres alzas para el cierre de 2022.

- ii) En su reunión de diciembre, 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. Asimismo, reiteró que el Consejo espera que dichas tasas de interés se mantengan en los niveles actuales o inferiores hasta que: i) la inflación alcance el objetivo de 2% mucho antes de la finalización del horizonte de sus proyecciones; ii) que esta se mantenga de manera duradera en dicho nivel durante el resto del horizonte de proyecciones; y iii) que ese instituto central considere que el progreso en la inflación subyacente esté lo suficientemente avanzado para ser consistente con la estabilización de la inflación en 2% en el mediano plazo. Respecto de su Programa de Emergencia por la Pandemia (*PEPP*), señaló que: i) en el primer trimestre de 2022 realizará compras netas de activos a un ritmo menor que

en el cuarto trimestre de este año; ii) finalizará las compras netas de activos a finales de marzo de 2022; y ampliará hasta, al menos, finales de 2024 el horizonte de reinversión del principal de los títulos con vencimiento. No obstante, mencionó que la flexibilidad seguirá siendo un elemento de la política monetaria, que las reinversiones se podrán ajustar y que las compras netas bajo el *PEPP* también podrían reanudarse si fuera necesario. Además, ajustó al alza el ritmo mensual de compras bajo su Programa de Compra de Activos (*APP*) a 40 mil millones de euros en el segundo trimestre de 2022, a 30 mil millones de euros en el tercer trimestre, regresando a su nivel actual de 20 mil millones de euros a partir de octubre de 2022 por el tiempo que sea necesario, finalizando poco antes de que comiencen a subir las tasas de interés. La presidenta de dicha Institución reiteró que en las circunstancias actuales es muy poco probable que aumenten las tasas de interés en 2022.

- iii) En su reunión de diciembre, el Banco de Inglaterra aumentó su tasa de interés de referencia en 15 puntos base a un nivel de 0.25%. Señaló que, si bien el Comité considera que existen riesgos al alza y a la baja respecto a las perspectivas de inflación en el mediano plazo, es probable que sea necesario un apretamiento monetario moderado adicional durante el periodo de pronóstico para cumplir con su meta de inflación de 2% de manera sostenible. Respecto a sus programas de compras de activos, aunque el Comité concluyó el programa de compras de bonos del gobierno anunciado en noviembre de 2020, conforme a lo previsto, mantuvo sin cambio el monto objetivo de 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 de libras.

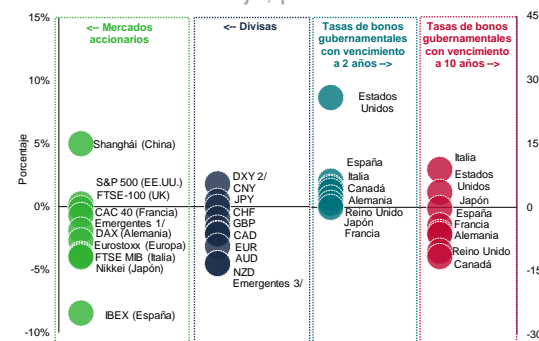
En las principales economías emergentes, ante el continuo aumento en la inflación y los riesgos adicionales que enfrentan en la formación de precios en relación a las economías avanzadas, un amplio número de bancos centrales aumentó la intensidad de los incrementos en las tasas de referencia. Desde la última decisión de política monetaria en México, los bancos centrales de Perú, Brasil, Chile, Hungría, Polonia y Sudáfrica, entre otros, aumentaron sus tasas de interés. En contraste, el banco central de Turquía anunció disminuciones adicionales en su tasa de interés.

En el entorno descrito, durante la mayor parte del periodo desde la última decisión de política

monetaria en México, los mercados financieros internacionales registraron un aumento significativo en la volatilidad y una mayor aversión al riesgo, si bien esto se revirtió parcialmente a inicios de diciembre (Gráfica 5). El comportamiento anterior se dio en un entorno de incertidumbre sobre la evolución de la pandemia, la aparición de nuevas variantes del virus y el posible impacto que podría tener la reinstauración de restricciones de movilidad en la actividad económica, el aumento en las presiones inflacionarias y la expectativa de que esto último aceleraría el retiro gradual del estímulo monetario en algunas economías avanzadas. En este contexto, los mercados accionarios de la mayoría de las principales economías avanzadas y emergentes registraron un comportamiento negativo hacia finales de noviembre, aunque esta tendencia se revirtió a inicios de diciembre ante menores preocupaciones respecto a la severidad y al potencial impacto de la variante Ómicron del virus SARS-CoV-2 sobre la actividad económica. En los mercados cambiarios, el dólar se fortaleció durante noviembre frente a la mayoría de las divisas de economías avanzadas. Asimismo, en las economías emergentes las divisas exhibieron un sesgo a la depreciación, si bien este se revirtió parcialmente en algunos casos a inicios de diciembre (Gráfica 6). Respecto a las tasas de interés de bonos gubernamentales de las principales economías avanzadas, se observó una disminución en las tasas de largo plazo, en tanto que las de corto plazo mostraron aumentos, particularmente en Estados Unidos. El incremento reciente está en línea con la expectativa de un retiro del estímulo monetario antes de lo anticipado. Por su parte, las tasas de interés de largo plazo de economías emergentes exhibieron movimientos mixtos. En este entorno, en el periodo se observaron entradas netas moderadas de flujos de capital hacia activos de renta variable en algunas de las economías emergentes y salidas de los mercados de renta fija en la mayoría de los casos.

En adición a los riesgos mencionados previamente para el crecimiento mundial, persisten diversos riesgos para la estabilidad de los mercados financieros internacionales, los cuales están relacionados con las presiones inflacionarias, un retiro desordenado o antes de lo previsto del estímulo monetario que resulte en nuevos episodios de volatilidad y condiciones financieras globales más astringentes, las distorsiones en la valuación de activos financieros, los elevados niveles de endeudamiento del sector privado y público que pudieran resultar en problemas de incumplimiento o contagio, entre otros.

Gráfica 5
Variación de Indicadores Financieros
Seleccionados del 5 de noviembre al 10 de diciembre de 2021
 Porcentaje; puntos base



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

Gráfica 6
Desempeño de activos de países emergentes
seleccionados a partir del 08 de noviembre de 2021
 Porcentaje, puntos base

Región	País	Divisas	Bolsas	Tasas de interés 2A	Tasas de interés 10A	CDS
América Latina	México	-2.57%	-1.99%	5	2	2
	Brasil	-1.50%	2.84%	-147	-125	-17
	Chile	-4.95%	0.97%	29	-50	10
	Colombia	-0.64%	-0.36%	-9	-7	39
	Perú	-1.13%	-1.26%	-2	16	1
Europa emergente	Rusia	-3.03%	-12.18%	23	37	24
	Polonia	-3.29%	-8.06%	11	25	0
	Turquía	-45.77%	30.76%	331	217	126
	Rep. Checa	-3.24%	1.55%	-28	-16	1
	Hungría	-4.20%	-5.77%	128	30	-1
Asia	China	0.44%	5.21%	6	-1	-9
	Malasia	-1.79%	-2.64%	6	4	-8
	India	-2.35%	-3.74%	1	7	5
	Filipinas	-0.33%	-2.69%	34	13	-2
	Tailandia	-1.07%	-0.02%	-2	7	-4
	Indonesia	-0.60%	0.46%	-2	27	-9
África	Sudáfrica	-6.52%	5.39%	-24	14	30

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

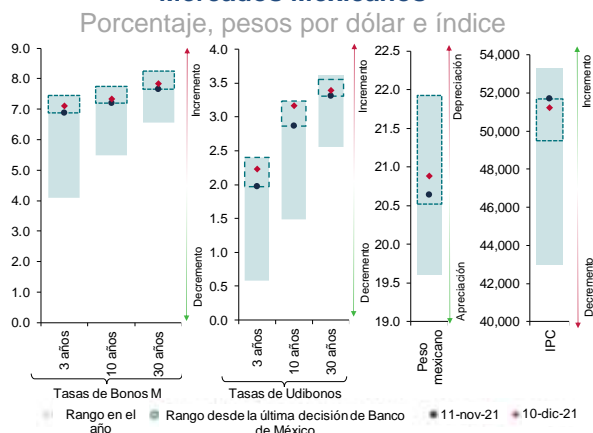
A.2. Evolución de la economía mexicana

A.2.1. Mercados en México

Desde la última decisión de política monetaria, los precios de los activos financieros en México mostraron un comportamiento negativo (Gráfica 7), en un entorno de volatilidad en los mercados financieros a nivel global y en el que se anticipa una normalización de la política monetaria de los principales bancos centrales de países desarrollados más pronto de lo previamente esperado.

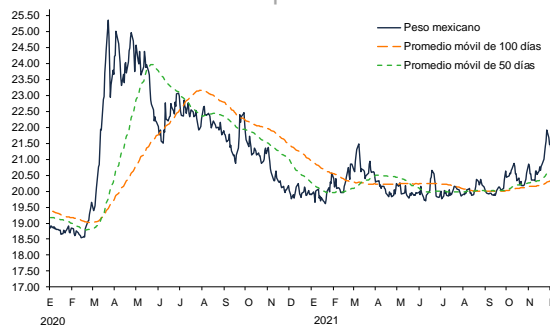
La moneda nacional operó en un rango amplio de 1 peso con 61 centavos, entre 20.32 y 21.92 pesos por dólar, terminando el periodo con una depreciación de 2.57% (Gráfica 8). Ello, en un contexto en el que las condiciones de operación, tanto realizadas como prospectivas, mostraron un deterioro con respecto al periodo anterior.

Gráfica 7
Desempeño y Condiciones de Operación de Mercados Mexicanos



Fuente: Elaboración de Banco de México.

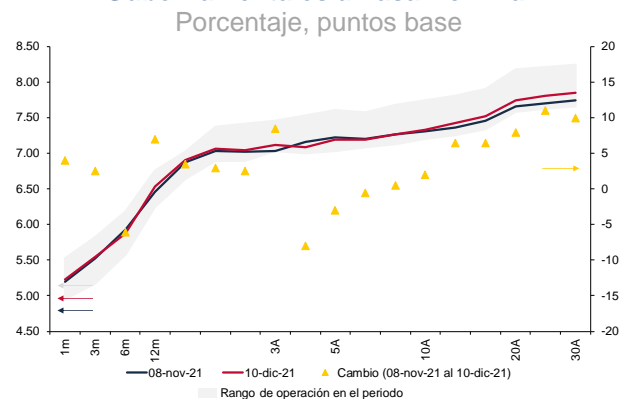
Gráfica 8
Tipo de Cambio del Peso Mexicano con Promedios Móviles



Fuente: Elaboración de Banco de México.

Las tasas de interés de los valores gubernamentales presentaron un empujamiento (Gráfica 9), con movimientos de entre -9 y 4 puntos base en los bonos de menor duración e incrementos de hasta 11 puntos base en los de mayor duración. En contraste, la curva de rendimientos de instrumentos a tasa real mostró una dinámica de aplanamiento, con incrementos de hasta 19 puntos base en los Udibonos de menor duración y movimientos entre -1 y 4 puntos base en los de mayor duración. En este contexto, las primas de compensación por inflación y riesgo inflacionario implícitas en los diferenciales de mercado mostraron disminuciones en la mayoría de sus plazos (Gráfica 10). Estos movimientos ocurrieron en un entorno en el que las condiciones de operación mostraron un deterioro durante el periodo que comprende la decisión de política monetaria.

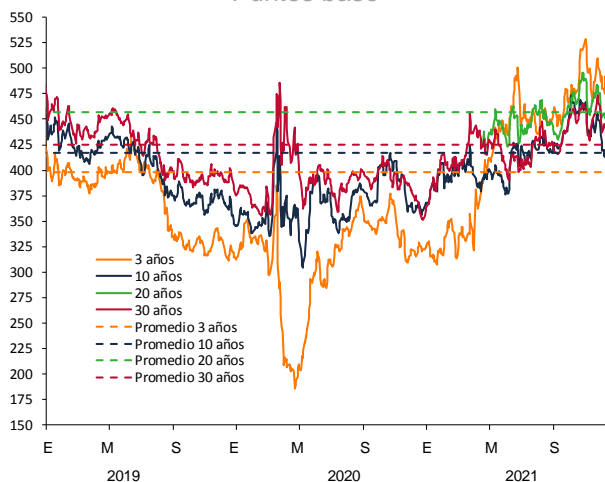
Gráfica 9
Curva de Rendimiento de Valores Gubernamentales a Tasa Nominal



Fuente: PIP

Nota: La gráfica no incluye los bonos con vencimiento en diciembre 2021 y junio 2022 y se consideran los CETES a plazos similares.

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

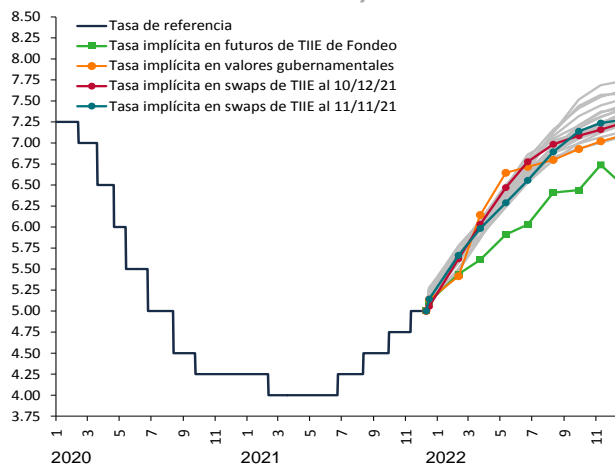


Fuente: PIP.

Por su parte, en línea con el establecimiento de un mecanismo *swap* entre el Banco de México y la Reserva Federal, el 10 de noviembre se llevó a cabo una subasta de financiamiento en dólares en donde se asignaron recursos por un total de 50 millones de dólares.

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 incorpora un incremento de alrededor de 62 puntos base entre las reuniones de diciembre y febrero de 2022, mientras que para el cierre de 2022 apunta a una tasa cercana a 7.23% (Gráfica 11). Por último, la mayoría de los analistas encuestados por Citibanamex anticipa que la tasa de interés de referencia incremente 25 puntos base a 5.25% en la decisión de diciembre, en tanto que para finales de 2022 espera una tasa de 6.25%.

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

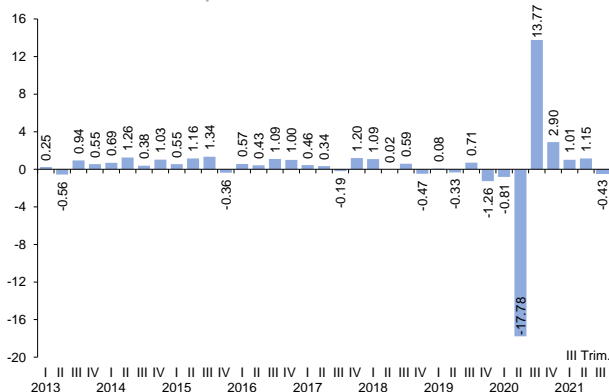
En el tercer trimestre la actividad económica frenó su recuperación (Gráfica 12), en un contexto de recrudescimiento de la pandemia, de persistencia de disrupciones en las cadenas globales de suministro y de transición a una nueva regulación en materia de subcontratación laboral. La información disponible a octubre muestra cierta reactivación de la actividad económica. Persiste un desempeño heterogéneo entre los sectores de actividad e incertidumbre respecto de la evolución de la pandemia ante el surgimiento de nuevas variantes.

Con relación a la demanda externa, en octubre las exportaciones manufactureras no automotrices se mantuvieron en niveles elevados, al tiempo que las automotrices continuaron siendo afectadas por los problemas de producción a nivel global (Gráfica 13).⁵ Por destino, las exportaciones manufactureras dirigidas a Estados Unidos presentaron cierta atonía en el margen, al tiempo que aquellas dirigidas al resto del mundo exhibieron una trayectoria a la baja.

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.

Gráfica 12
Producto Interno Bruto

Variaciones porcentuales trimestrales, a. e.

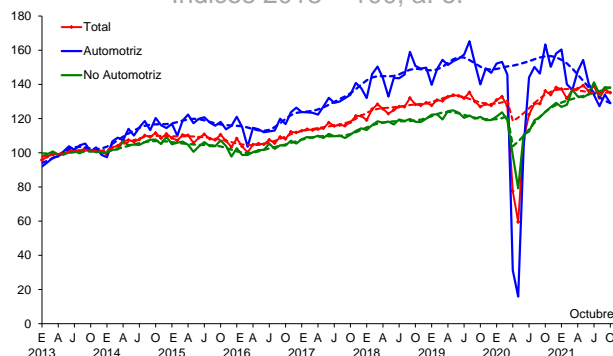


a. e. / Cifras con ajuste estacional.

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.

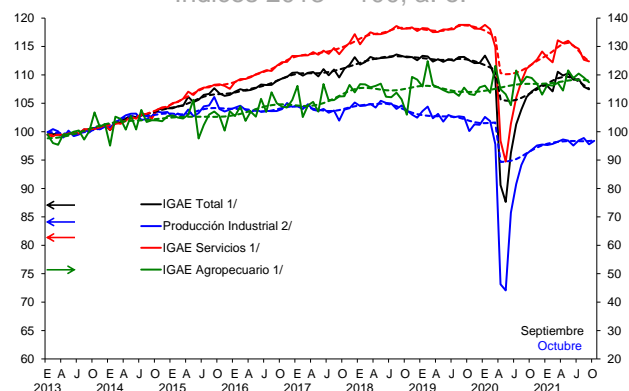
Fuente: Banco de México con base en SAT, SE, Banco de México, INEGI. Balanza Comercial de Mercancías de México. SNIEG. Información de Interés Nacional.

De acuerdo con su indicador mensual, al cierre del tercer trimestre el consumo privado registró una moderada reactivación, después del débil desempeño exhibido en los meses previos. A su interior, el consumo de servicios registró cierta recuperación, si bien permanece por debajo de lo observado en febrero de 2020. A su vez, el consumo de bienes de origen nacional mostró atonía y el de bienes de origen importado un incipiente cambio de tendencia a la baja. Por su parte, en septiembre la inversión fija bruta revirtió parcialmente la moderada reactivación de los dos meses previos. Ello reflejó reducción tanto del gasto en construcción como en maquinaria y equipo.

Por el lado de la producción, en octubre la actividad industrial se recuperó parcialmente del descenso del mes previo, si bien continuó mostrando debilidad (Gráfica 14). El resultado del mes estuvo impulsado por el desempeño de las manufacturas, si bien prevalecen disrupciones en las cadenas globales de suministro y escasez de ciertos insumos (Gráfica 15). La minería siguió presentando atonía, en tanto que la construcción exhibió una incipiente tendencia a la baja. Por su parte, en septiembre los servicios hilaron cuatro meses de caídas, con marcadas diferencias entre los sectores que los conforman. Se observó un retroceso en los servicios profesionales, corporativos y de apoyo a los negocios (relacionado con la entrada en vigor de la nueva regulación en materia de subcontratación laboral) y en el comercio al por menor. En contraste, destacaron los aumentos de los servicios de transporte e información en medios masivos; del comercio al por mayor y de los servicios de alojamiento temporal y de preparación de alimentos y bebidas.

Gráfica 14
Indicador Global de la Actividad Económica

Índices 2013 = 100, a. e.



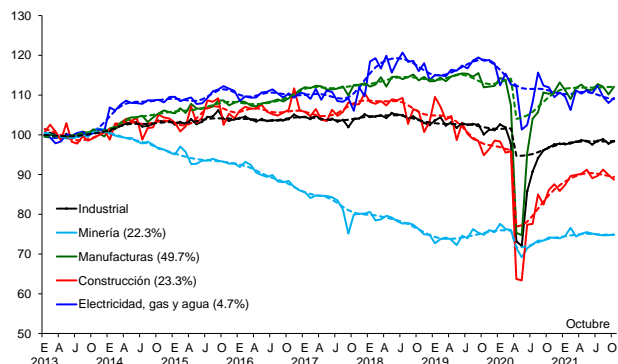
a. e. / Serie con ajuste estacional y serie de tendencia. La primera se representa con la línea sólida y la segunda con la punteada.

1/ Cifras a septiembre de 2021.

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

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

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



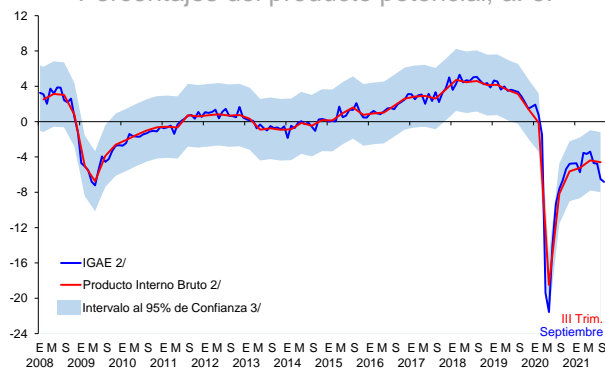
a. e. / Serie con ajuste estacional y serie de tendencia. La primera se representa con la línea sólida y la segunda con la punteada.

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

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

En cuanto a la posición cíclica de la economía, en el tercer trimestre del año las condiciones de holgura continuaron mostrando una amplitud considerable (Gráfica 16), con marcadas diferencias entre sectores. En octubre diversos indicadores del mercado laboral exhibieron cierta mejoría, revirtiendo parcialmente la debilidad de los dos meses previos. En particular, la tasa de participación laboral y la razón de ocupación a población en edad de trabajar aumentaron, luego de haber mostrado dos caídas mensuales consecutivas. La tasa de desocupación nacional permaneció en un nivel similar al del mes anterior y la tasa de desocupación urbana disminuyó (Gráfica 17). En noviembre, con cifras ajustadas por estacionalidad, la creación de puestos de trabajo afiliados al IMSS se situó ligeramente por encima del nivel de febrero de 2020, previo a la emergencia sanitaria. Finalmente, en septiembre el costo unitario de la mano de obra en el sector manufacturero aumentó como reflejo tanto del comportamiento de las remuneraciones medias reales como de la productividad laboral (Gráfica 18).

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



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

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

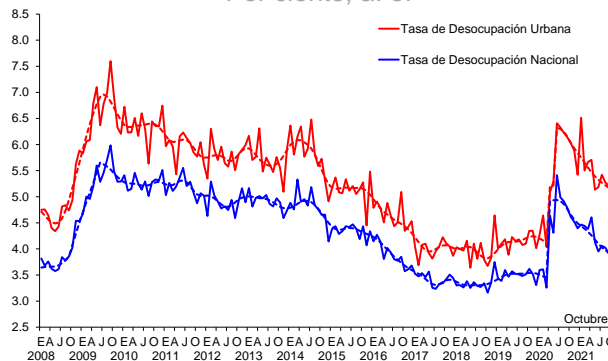
2/ Cifras del PIB al tercer trimestre de 2021 y del IGAE a septiembre de 2021.

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

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

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

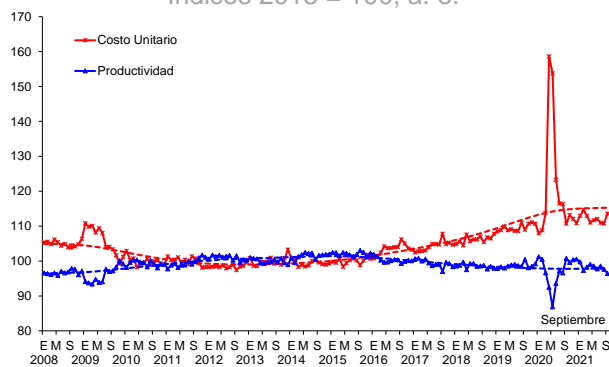
Gráfica 17
Tasa de Desocupación Nacional y Tasa de Desocupación Urbana
Por ciento, a. e.



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

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

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



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

1/ Productividad con base en las horas trabajadas.

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

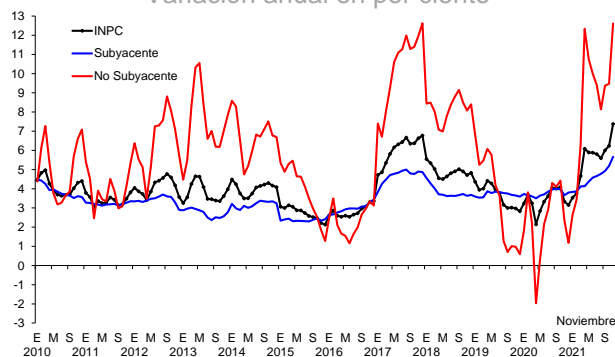
En octubre de 2021, el financiamiento interno a las empresas siguió moderando su contracción en términos reales a tasa anual. Lo anterior se observó tanto para las empresas grandes, como para las de menor tamaño; para estas últimas destaca un incremento en el margen en el saldo de su cartera por cuarto mes consecutivo. La demanda de crédito de las empresas continuó recuperándose, si bien se ubica en niveles bajos. En tanto, las condiciones de otorgamiento para las empresas se han mantenido relativamente estables en lo que va del año, por lo que siguen siendo estrechas. Por su parte, en octubre y noviembre las emisiones netas de deuda corporativa en el mercado interno mostraron un bajo dinamismo. En cuanto al crédito a los hogares, la cartera de vivienda continuó exhibiendo una variación real anual positiva, destacando el mayor dinamismo del crédito de la banca comercial durante los últimos cuatro meses. A su vez, la cartera de crédito bancario vigente al consumo redujo su contracción a tasa anual por séptimo mes consecutivo; sobresale el dinamismo sostenido del crédito de nómina y, en el margen, el aumento en el saldo de la cartera de tarjetas de crédito. Ello, en un contexto de gradual recuperación de la demanda de crédito por parte de los hogares. En lo relacionado a las condiciones de otorgamiento de crédito, las de la vivienda se mantuvieron estables, las de la cartera de consumo se relajaron para las tarjetas de crédito y de nómina, y continuaron siendo estrechas para el resto de los segmentos.

Las tasas de interés del crédito bancario a las empresas han seguido la dinámica de la tasa de fondeo bancario. Los márgenes de intermediación se mantuvieron relativamente estables, ubicándose en niveles superiores, aunque cercanos, a los observados antes de la pandemia. A su vez, las tasas de interés del crédito a la vivienda se mantuvieron en niveles alrededor de sus mínimos históricos. En tanto, en agosto las tasas de interés de tarjetas de crédito y de créditos personales registraron un nivel similar al observado durante el primer trimestre del año. Así, los márgenes de intermediación del crédito al consumo continuaron situándose en niveles superiores a los observados antes de la pandemia. Respecto a la calidad de la cartera, en octubre el índice de morosidad del crédito a las empresas se redujo y continuó en niveles bajos. El correspondiente al crédito hipotecario disminuyó por segundo mes consecutivo e igualmente se situó en niveles bajos. Por último, los índices de morosidad de la cartera de consumo se mantuvieron sin cambios significativos, después de haberse reducido por siete meses consecutivos, aunque permanecieron en niveles elevados.

A.2.3. Comportamiento y perspectivas de la inflación

La inflación general anual aumentó de 6.24 a 7.37% entre octubre y noviembre de 2021 (Gráfica 19 y Cuadro 1). Este comportamiento estuvo determinado por el incremento que presentó la inflación no subyacente asociado a la mayor inflación en los productos agropecuarios y en los energéticos, al tiempo que la subyacente continuó aumentando, reflejo de presiones de costos, reasignaciones de gasto de los hogares hacia las mercancías y los efectos de la reapertura de diversas actividades, que siguen dando impulso a la inflación de mercancías y de servicios.

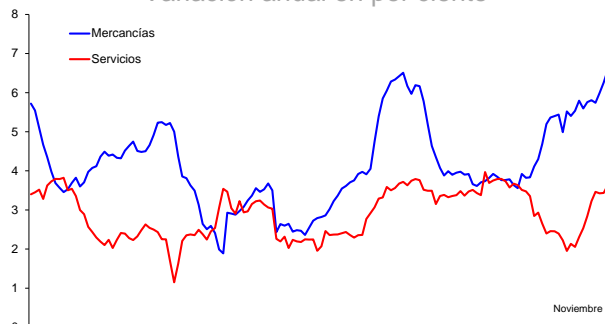
Gráfica 19
Índice Nacional de Precios al Consumidor
 Variación anual en por ciento



Fuente: Banco de México e INEGI.

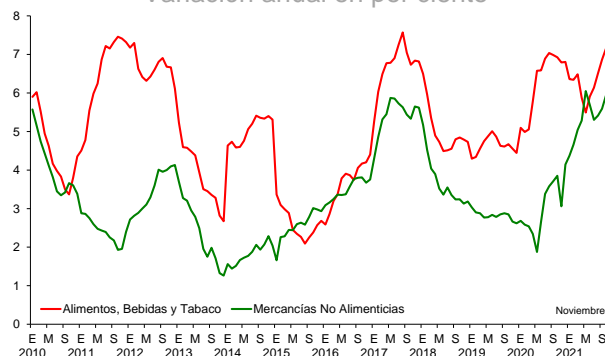
Entre octubre y noviembre de 2021, la inflación subyacente anual pasó de 5.19 a 5.67%, acumulando doce meses consecutivos al alza. A su interior, la inflación anual de las mercancías se elevó de 6.58 a 7.24%, afectada por las interrupciones en las cadenas de producción y de suministro, los cuellos de botella y los consecuentes mayores costos de producción, aunado a la reasignación del gasto hacia estos bienes (Gráfica 20). Ello en un contexto de desbalances entre la oferta y la demanda a nivel mundial. En particular, entre octubre y noviembre de 2021, la inflación anual de las mercancías alimenticias aumentó de 7.16 a 7.59% y la de las no alimenticias de 5.94 a 6.86% (Gráfica 21). El comportamiento de estas últimas, también estuvo influida al alza, en cierta medida, por el hecho de que el programa de ofertas de “El Buen Fin”, que se lleva a cabo en noviembre, fue de menor duración en 2021 que el año previo. Por su parte, entre octubre y noviembre de 2021, la inflación anual de los servicios se incrementó de 3.64 a 3.92%, reflejo de la reapertura de estas actividades y la elevada demanda que estuvo contenida por varios meses, en combinación con el aumento en los costos de operación de los negocios por las restricciones asociadas con la pandemia. Destaca el incremento de 5.11 a 5.60% en la inflación anual del rubro de los servicios distintos a educación y vivienda, en el cual sobresalieron las mayores variaciones anuales en los precios del transporte aéreo, de los servicios de alimentación y de los servicios turísticos.

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



Fuente: Banco de México e INEGI.

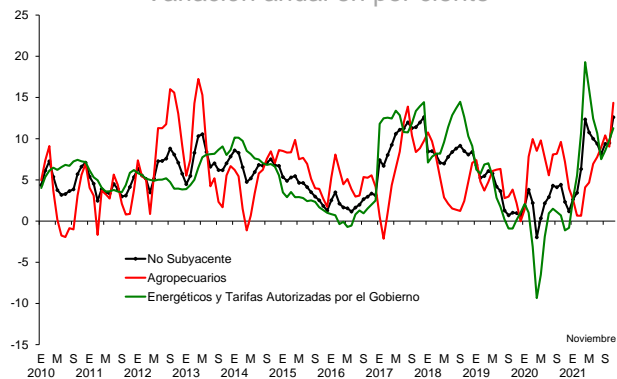
Gráfica 21
Subíndice Subyacente de las Mercancías
 Variación anual en por ciento



Fuente: Banco de México e INEGI.

La inflación no subyacente anual aumentó de 9.47 a 12.61% entre octubre y noviembre de 2021 (Gráfica 22 y Cuadro 1). Este comportamiento fue resultado del incremento de 9.02 a 14.36% en la inflación anual de los productos agropecuarios, influido a su vez por la mayor inflación anual de las frutas y verduras, que pasó de 5.72 a 17.80%, al tiempo que la de los productos pecuarios registró niveles de 11.98 y 11.44%, respectivamente. Asimismo, en ese periodo, la inflación anual de los energéticos pasó de 13.44 a 15.41%.

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



Fuente: Banco de México e INEGI.

Respecto de las expectativas de inflación provenientes de la encuesta que levanta el Banco de México entre especialistas del sector privado, entre octubre y noviembre la mediana para la inflación general al cierre de 2021 aumentó de 6.63 a 7.22%, mientras que la correspondiente al componente subyacente pasó de 5.30 a 5.50%. A su vez, la mediana de las expectativas para la inflación general al cierre de 2022 se ajustó de 3.84 a 4.03%, mientras que la mediana para la inflación subyacente se mantuvo en 3.83%. Por su parte, las medianas de las expectativas de la inflación general y de la subyacente para el mediano plazo se ajustaron al alza de 3.60 a 3.68% y de 3.56 a 3.60%, respectivamente. Las correspondientes al largo plazo se mantuvieron alrededor de 3.50%.

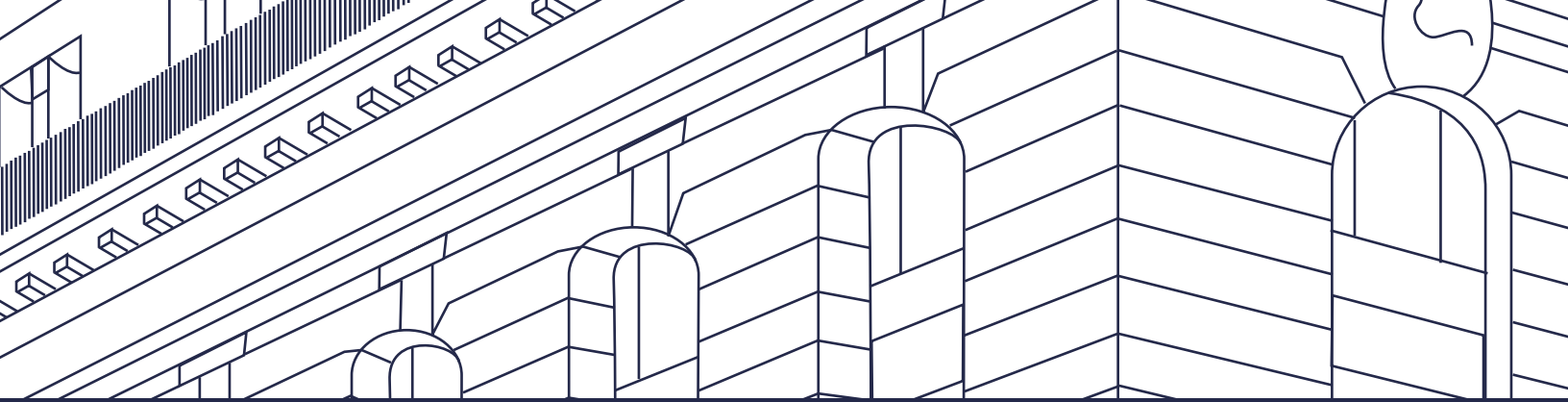
Finalmente, la compensación por inflación y riesgo inflacionario disminuyó, si bien se mantiene en niveles elevados. Al interior, las expectativas implícitas en instrumentos de mercado continuaron con su tendencia al alza, mientras que la prima por riesgo inflacionario disminuyó ligeramente, si bien continúa elevada.

Los pronósticos de inflación general y subyacente se revisaron nuevamente al alza, especialmente los de 2022. Se prevé que sus mediciones anuales disminuyan en mayor medida a partir de un año y que converjan a la meta de 3% hacia finales del horizonte de pronóstico. Estas previsiones están sujetas a riesgos. Al alza: i) presiones inflacionarias externas; ii) presiones de costos; iii) persistencia en la inflación subyacente en niveles elevados; iv) depreciación cambiaria; y v) aumentos de precios agropecuarios y energéticos. A la baja: i) ampliación de la brecha negativa del producto; ii) medidas de distanciamiento social; y iii) apreciación cambiaria. El balance de riesgos respecto a la trayectoria prevista para la inflación en el horizonte de pronóstico se ha vuelto a deteriorar y se mantiene al alza.

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

Concepto	Septiembre 2021	Octubre 2021	Noviembre 2021
INPC	6.00	6.24	7.37
Subyacente	4.92	5.19	5.67
Mercancías	6.26	6.58	7.24
Alimentos, Bebidas y Tabaco	6.87	7.16	7.59
Mercancías No Alimenticias	5.59	5.94	6.86
Servicios	3.43	3.64	3.92
Vivienda	2.26	2.37	2.46
Educación (Colegiaturas)	2.04	2.09	2.09
Otros Servicios	4.78	5.11	5.60
No Subyacente	9.37	9.47	12.61
Agropecuarios	10.41	9.02	14.36
Frutas y Verduras	9.38	5.72	17.80
Pecuarios	11.29	11.98	11.44
Energéticos y Tarifas Aut. por Gobierno	8.55	9.82	11.26
Energéticos	11.69	13.44	15.41
Tarifas Autorizadas por Gobierno	1.86	1.88	1.97

Fuente: INEGI.



BANCO DE MÉXICO®

Documento publicado el 6 de enero de 2022

