



BANCO DE MÉXICO®

Minuta número 84

Reunión de la Junta de Gobierno del Banco de México, con motivo de la
decisión de política monetaria anunciada el 13 de mayo 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: 12 de mayo de 2021.

1.3. Asistentes:

Alejandro Díaz de León Carrillo, Gobernador.

Galia Borja Gómez, Subgobernadora.

Irene Espinosa Cantellano, Subgobernadora.

Gerardo Esquivel Hernández, Subgobernador.

Jonathan Ernest Heath Constable, Subgobernador.

Gabriel Yorio González, Subsecretario de Hacienda y Crédito Público.

Elías Villanueva Ochoa, Secretario de la Junta de Gobierno.

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

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

Entorno Externo

La mayoría destacó que la actividad económica global continúa recuperándose a un ritmo heterogéneo entre países, asociado a la disponibilidad de vacunas y a la cuantía de los estímulos al gasto. Algunos agregaron factores estructurales de cada economía. Uno comentó que la mayoría de los indicadores oportunos de actividad económica global muestran importantes repuntes. Algunos señalaron que la actividad económica y los mercados laborales en diversos países y regiones todavía se encuentran afectados por las medidas de distanciamiento social.

La mayoría destacó el alza en las expectativas de crecimiento a nivel global, particularmente en Estados Unidos dado su importante estímulo fiscal. Algunos mencionaron que la expectativa de crecimiento del FMI para dicha economía en 2021 es de 6.4%. Algunos agregaron que se espera que, entre las economías avanzadas, la estadounidense sea la única con una brecha del producto positiva en 2021 y 2022. Uno agregó que esto le permitirá alcanzar su nivel de producción previo a la pandemia a finales de este año. Otro subrayó que se están evaluando paquetes de apoyo adicionales, con gasto en infraestructura hasta en 10 años y que

incluyen aumentos tributarios para compensar parcialmente el mayor gasto. Algunos señalaron que se espera una recuperación más débil para la zona del euro y Japón. Uno comentó que se estima que muchas economías emergentes recuperarán sus niveles previos a la pandemia hasta 2023.

Entre los riesgos para la actividad económica global, la mayoría destacó los asociados a la pandemia y un aumento de la inflación mayor a lo esperado. Algunos mencionaron que podrían generarse interrupciones en las cadenas de producción y suministro. Uno enfatizó la importancia de garantizar una distribución amplia e inclusiva de vacunas que contribuya a reestablecer en forma ordenada dichas cadenas. Advirtió que, de otra manera, el avance económico seguirá siendo heterogéneo y se propiciará la aparición de interrupciones en la provisión de insumos o materias primas, con efectos desfavorables en producción y precios. Otro añadió como riesgo la incertidumbre sobre el tipo de presiones inflacionarias que se presenten en Estados Unidos. En cuanto a los riesgos para las economías emergentes, la mayoría indicó los asociados al proceso de vacunación, condiciones financieras más restrictivas y factores idiosincrásicos.

Todos señalaron que la inflación global aumentó debido a las presiones recientes en los precios de materias primas, especialmente energéticos, a los efectos de base de comparación y a presiones de costos. La mayoría agregó que también influyeron las afectaciones en las cadenas de suministros y el proceso de recuperación económica. Algunos comentaron que se anticipa que las presiones sobre la inflación mundial sean limitadas y transitorias debido a la debilidad económica y del mercado laboral y al desvanecimiento de los efectos base de comparación. Uno mencionó que las más recientes proyecciones de organismos internacionales sugieren que la presión de precios será de corta duración debido a las amplias condiciones de holgura en la mayoría de las economías y al desvanecimiento gradual de los efectos base. Otro destacó el impacto de la recuperación de economías de importancia sistémica como China y Estados Unidos. Uno añadió factores de oferta, incluyendo malas cosechas y acopio por motivos precautorios. Algunos destacaron que en la mayoría de las economías avanzadas las inflaciones general y subyacente permanecen en niveles menores a sus metas, excepto en Estados Unidos, Canadá y Reino Unido. Uno señaló que en estos países los aumentos en la inflación han sido considerados

como transitorios. **La mayoría opinó que se esperan mayores niveles de inflación en Estados Unidos.** **Uno** comentó que la brecha del producto positiva que se prevé en dicha economía podría presionar al alza la inflación y las tasas de interés. Respecto de las economías emergentes, apuntó que en la mayoría de estas la inflación ha aumentado recientemente debido al alza en los precios de las materias primas, a choques de oferta y a depreciaciones cambiarias.

La mayoría mencionó que podrían generarse mayores presiones sobre los precios debido a disrupciones en las cadenas de producción y suministro. **Algunos** notaron que debido a las afectaciones derivadas de la pandemia estas cadenas cuentan con menor resiliencia y capacidad para absorber aumentos en la demanda sin generar presiones en los precios. **Uno** comentó que se espera que la inflación mundial se ubique en niveles superiores a los registrados a principio del año, señaló que diversas compañías globales han alertado sobre la posibilidad de aumentar sus precios en 2021 y 2022 ante los mayores costos de sus insumos y opinó que el balance de riesgos para la inflación global se ha deteriorado. **Otro** añadió que es previsible que la oferta de materias primas tienda a aumentar, contribuyendo a menores presiones inflacionarias. Consideró que al ser transitorias las presiones sobre los precios, no deberían afectar las expectativas de inflación de más largo plazo. Opinó que para las economías emergentes será importante vigilar que el incremento de la inflación en efecto sea transitorio y mencionó que las expectativas de inflación para 2022 revelan, en general, menores niveles a los anticipados para 2021. Agregó que, el hecho de que algunas de las principales economías hayan avanzado en el proceso de vacunación y de contención de la pandemia, ha dado lugar a expectativas de crecimiento más favorables y a aumentos en la demanda de diversos insumos. Consideró que, en un contexto de disrupciones globales en las cadenas de suministro, resulta lógico que el heterogéneo proceso de recuperación económica también esté dando lugar a algunos cuellos de botella en la provisión de insumos. Sostuvo que estos aumentos de precios, sin embargo, deben entenderse como asociados a factores de oferta. Añadió que es previsible que conforme avance la normalización de actividades, las cadenas de suministro comiencen a reordenarse y los precios se ajusten a niveles compatibles con los que prevalecían antes de la pandemia.

La mayoría mencionó que los bancos centrales de economías avanzadas reiteraron que

mantendrán posturas monetarias acomodaticias. **Algunos** destacaron que la Reserva Federal en su última decisión consideró que falta camino para alcanzar sus metas. **Uno** agregó que reforzó su expectativa de un aumento moderado en la inflación, con incrementos en la tasa de referencia hasta 2023. **Otro** argumentó que la Reserva Federal ha sido muy enfática en la importancia de entender a cabalidad el carácter y las implicaciones de las recientes presiones inflacionarias. Recordó que, en su más reciente decisión, dicho organismo resaltó la naturaleza transitoria del aumento en la inflación, explicando que se anticipa que exceda al 2% y aclarando que esto se debe a la baja base de comparación y a cuellos de botella que limitan la respuesta de la oferta ante la recuperación del gasto. Mencionó que el presidente de la Reserva Federal reconoció explícitamente que este incremento temporal de la inflación no cumple con los requisitos para que comience a disminuir el estímulo monetario. Sostuvo que es necesario recordar el carácter sumamente acomodaticio de la nueva estrategia de política monetaria de la Reserva Federal. Apuntó que, debido a que la inflación ha permanecido persistentemente por debajo de 2% en el pasado, dicho organismo ahora permitirá una inflación moderadamente por encima de 2% por algún tiempo. Consideró que esto implica que la Reserva Federal no aumentará sus tasas de interés ni disminuirá sus compras de activos en forma mecánica cuando la inflación se incremente por encima de 2%. Añadió que esta institución señaló que las condiciones del mercado laboral no están cerca de cumplir con su definición de máximo empleo.

Algunos señalaron que los bancos centrales de algunas economías emergentes han comenzado a disminuir el estímulo monetario. Argumentaron que en dichas economías la postura monetaria se había relajado de manera agresiva, dando lugar a presiones cambiarias o inflacionarias. **Uno** precisó que las monedas de algunas de estas economías presentan una significativa depreciación acumulada en el año. Agregó que el repunte de la inflación impulsó a algunos bancos centrales de economías emergentes a concluir su ciclo de lasitud monetaria y comenzar a incrementar sus tasas de referencia. Comentó que persiste la expectativa de una política monetaria más restrictiva en las economías que enfrentan presiones inflacionarias. **Otro** consideró que dichas presiones son de origen estrictamente local y que no deberían extrapolarse a economías que actuaron de manera más cautelosa y prudente, como México. Añadió que la gran mayoría de los bancos centrales en economías emergentes aún

mantienen posturas monetarias fuertemente acomodaticias y que se espera que continúen así al menos durante 2021, por lo que estas siguen observando tasas de interés reales ex-ante negativas.

La mayoría mencionó que los mercados financieros presentaron un comportamiento más estable. Destacó que las tasas de interés de mayor plazo en Estados Unidos, después de haber aumentado significativamente ante la expectativa de una mayor inflación en ese país, se han estabilizado. Apuntó que los principales mercados accionarios registraron ganancias alcanzando, algunos de ellos, máximos históricos. Agregó que se contuvo la dinámica de apreciación del dólar. Uno señaló que este entorno se explica por factores como la consistencia en los anuncios de la Reserva Federal en torno a la continuación del estímulo monetario y la recuperación económica. Opinó que hacia delante estos factores seguirán favoreciendo a los mercados financieros.

Algunos mencionaron que, desde la última decisión de política monetaria, los mercados financieros de economías emergentes tuvieron un comportamiento más ordenado. Notaron que continuaron los flujos de capital hacia estas economías. **Uno** precisó que los flujos hacia activos de renta fija siguieron registrando entradas y que los dirigidos a activos de renta variable mantienen como principal destino la economía china. **Otro** señaló que los mercados accionarios en economías emergentes tuvieron ganancias, mientras que las tasas de interés de bonos gubernamentales permanecieron relativamente estables, aunque con algunos altibajos.

La mayoría coincidió en que uno de los riesgos para los mercados financieros es la evolución de la inflación, particularmente en Estados Unidos. Uno mencionó que las condiciones de financiamiento globales podrían apretarse repentinamente como resultado de una sorpresa inflacionaria en ese país. En este sentido, **otro** enfatizó la incertidumbre sobre si las presiones inflacionarias que se presenten en Estados Unidos serán moderadas y transitorias, o bien de magnitud considerable y más persistentes. Apuntó que la eventual reducción en las compras de activos por parte de la Reserva Federal es un factor de riesgo para los mercados de renta fija. Por su parte, **uno** consideró que la desconfianza del mercado en torno a la posibilidad de que la Reserva Federal adopte una política menos acomodaticia, si bien ha seguido

manifestándose en días recientes, también ha comenzado a mitigarse ante la consistencia en las acciones y la retórica de dicho organismo. **Algunos** agregaron el riesgo de ajustes en los precios de ciertos activos financieros. **Uno** añadió que las deudas públicas y privadas, que han alcanzado máximos históricos, podrían no ser sostenibles.

En cuanto a las economías emergentes, **otro** comentó que el entorno global implica tanto los beneficios de una mayor demanda externa, como los riesgos de condiciones financieras más restrictivas y volátiles. Preciso que el impulso fiscal en la economía estadounidense apoyará la recuperación, lo que es especialmente importante para las economías más integradas a esa economía y que tienen menores programas de estímulo al gasto. Sin embargo, consideró que en caso de que se presente un aumento mayor a lo esperado en la inflación en Estados Unidos, se presionarían las tasas de interés a nivel global. Señaló que en la medida en que ocurra lo anterior las economías emergentes enfrentarían mayores dificultades para atraer y retener capital, posibles ajustes cambiarios y presiones al alza en las curvas de rendimiento. En el mismo sentido, agregó los retos asociados a la inclusión de China en diversos índices de renta fija globales. Detalló que predomina un entorno de elevada incertidumbre en los mercados financieros por la interacción de diversos factores sin precedente: i) un choque de salud, ajeno al ciclo económico o financiero; ii) un impulso fiscal altamente diferenciado; iii) la afectación de las cadenas globales y nacionales de suministro; iv) el cambio de estrategia de política monetaria de la Reserva Federal, ante el cual los mercados financieros no tienen antecedentes directos para poder extrapolar las posibles acciones de política monetaria, haciendo el ajuste más volátil; y v) una recuperación global heterogénea entre países y sectores, con diferencias en curvas de rendimiento, tipo de cambio y cuentas externas.

Actividad Económica en México

Todos coincidieron en que la recuperación económica de México ha sido heterogénea entre sectores y regiones. La mayoría mencionó que el ritmo de la reactivación se desaceleró en el primer trimestre del año, debido a los mayores contagios y la reimposición de restricciones a la movilidad a principios de 2021, así como a la interrupción en el suministro de ciertos insumos. Algunos enfatizaron que la actividad presentó un mayor ritmo de crecimiento hacia el cierre del primer trimestre del año. **Algunos** atribuyeron la mejora de

distintos indicadores de la actividad ante el retiro de restricciones de movilidad a un menor número de contagios y un mayor avance en el proceso de vacunación. **Uno** destacó que se registró un crecimiento trimestral positivo en dicho periodo a pesar de los cierres y los problemas de suministro mencionados.

Por el lado de la demanda, la mayoría comentó que la recuperación sigue impulsada por el sector externo. **Uno** apuntó que en el primer trimestre del año destacaron las exportaciones manufactureras no automotrices con destino a Estados Unidos, ya que las automotrices se contrajeron en enero y febrero. Resaltó que los pronósticos para la producción industrial de Estados Unidos aumentaron ante el estímulo fiscal aprobado, por lo que se prevé que la demanda externa siga contribuyendo significativamente a la recuperación en México. Añadió que las cuentas externas han reflejado la fortaleza relativa de las exportaciones y el rezago en la recuperación de las importaciones, lo que ha generado un importante superávit comercial, el cual se prevé que disminuirá en los próximos trimestres.

La mayoría comentó que, si bien el consumo ha mostrado cierta recuperación, continúa por debajo del nivel previo a la pandemia. Destacó que se ha visto apoyado por el aumento en las remesas y que la confianza del consumidor ha venido mejorando. **Uno** puntualizó que la recuperación se ha dado con mayor velocidad en los bienes de consumo no duraderos, impulsados por las remesas, la masa salarial y las transferencias del gobierno. Señaló que, en contraste, tanto el consumo de servicios como el de bienes duraderos nacionales todavía muestran una fuerte contracción. **Otro** consideró que los últimos datos de remesas y el índice de confianza del consumidor indican que el proceso de recuperación del consumo privado continuará en los próximos meses. **Algunos** destacaron la mejoría, en el margen, de los indicadores oportunos relacionados con el comercio y el consumo. **Respecto de la inversión, la mayoría resaltó que sigue mostrando atonía.** **Uno** comentó que en febrero se ubicó 7.42% por debajo del nivel registrado a inicios de 2020 y que ha mostrado debilidad en su desempeño por varios años. **Otro** destacó que el gobierno no ha hecho lo suficiente para contrarrestar el sentimiento de incertidumbre que prevalece en el sector empresarial en torno al respeto al Estado de derecho, por lo que no se anticipa una recuperación vigorosa de la inversión.

Por el lado de la oferta, todos resaltaron la heterogeneidad en el ritmo de recuperación entre sectores. **Uno** subrayó que los subsectores que todavía tienen una contracción de más de 5% en su actividad mensual respecto de los niveles previos a la pandemia, representan alrededor del 27.8% del producto. Comentó que en marzo la producción industrial acumuló diez meses con variaciones mensuales positivas. **Algunos** enfatizaron las afectaciones en la industria automotriz por la falta de semiconductores. **Uno** puntualizó que esto ha mermado el desempeño del sector industrial y de las exportaciones. **Otro** señaló que después de que las manufacturas habían liderado la recuperación, estas se contrajeron en enero y febrero, aunque en marzo presentaron un mejor comportamiento. Agregó que en dicho mes la construcción aún registró niveles de actividad mensual menores en más de 8% respecto de los registrados a inicios de 2020. **La mayoría destacó la debilidad del sector de los servicios y el comportamiento diferenciado entre sus subsectores.** **Algunos** puntualizaron que los que se prestan de manera presencial aún exhiben afectaciones significativas.

La mayoría notó que el mercado laboral ha venido recuperándose, aunque todavía se encuentra deteriorado respecto de los niveles previos a la pandemia. **Uno** mencionó que a pesar de que la ENOE de marzo muestra que la tasa de participación laboral se ha recuperado hasta un 58% de la población, después de haber disminuido a niveles menores a 48%, aún se encuentra por debajo de los niveles de inicios de 2020. **Otro** precisó que la ocupación formal e informal, que entre febrero y abril de 2020 se contrajo en 12.5 millones de personas, a marzo de 2021 se ha recuperado en 10.5 millones y que un millón de estos se reincorporaron en el primer trimestre del año. Agregó que al mes de abril los puestos de trabajo afiliados al IMSS fueron 2.6% menores a los registrados en febrero de 2020. **Algunos** notaron que la recuperación asimétrica entre sectores y empleos ha sido desfavorable en términos de género, afectando más a las mujeres que a los hombres. **Uno** argumentó que los sectores que más están creciendo están relacionados con la industria, lo que ha permitido que el empleo de los hombres se recupere, mientras que la ralentización de los servicios ha dificultado la recuperación laboral de las mujeres. Detalló que debido a que las actividades escolares continúan desarrollándose a distancia, ha aumentado la carga de trabajo no remunerado para las mujeres, lo que podría convertirse en un amplificador importante de la desigualdad laboral por género.

La mayoría señaló que persiste holgura en la economía. Algunos señalaron que la tasa de subocupación es de 14%, valor que duplica al nivel observado normalmente. **Uno** destacó que la brecha del producto se estima en alrededor de 6%. **Otro** apuntó que se estima que en enero y febrero las condiciones de holgura se hayan ampliado ligeramente y que a partir de marzo hayan retomado una trayectoria descendente. Agregó que la holgura en el mercado laboral se mantiene amplia y que en los siguientes meses se adicionarán los efectos directos e indirectos de la reforma a la Ley Federal del Trabajo en materia de subcontratación. **Algunos** notaron que, considerando la contracción económica registrada en 2020, se anticipan amplias condiciones de holgura para la economía en su conjunto, con marcadas diferencias entre sectores. **Uno** argumentó que debido a las afectaciones de la pandemia, la medición de la holgura presenta retos significativos, ya que las estimaciones del producto potencial y la tasa natural de desempleo (o tasa NAIRU) podrían estar distorsionadas. Consideró que ante la importante contracción económica el PIB potencial probablemente está sobrestimado, lo que sugiere una brecha del producto menos negativa. De manera similar, notó que la tasa de desempleo abierto puede ser un indicador no adecuado para ilustrar el desequilibrio laboral. En efecto, el estimar la tasa natural de desempleo a partir de la tasa de desempleo abierto, ha hecho que se convierta en una referencia irrelevante y peligrosamente equivocada. Con una economía extremadamente débil pareciera que la tasa de desempleo abierto se ubica por debajo del nivel de la tasa de desempleo natural, lo cual es contra intuitivo cuando observamos la situación de la actividad económica. Opinó que para calibrar adecuadamente las presiones del mercado laboral a los precios se requiere de una métrica que corrija por los cambios estructurales que experimentó la población no económicamente activa pero disponible para trabajar, a causa de la pandemia.

La mayoría destacó que se prevé un mayor crecimiento para el año y que los pronósticos de crecimiento para 2021 se ajustaron al alza. Mencionó que lo anterior obedece a que se anticipa que el ritmo de recuperación se acelere por la fortaleza de la demanda externa. Algunos mencionaron el avance en el proceso de vacunación. **Uno** añadió la reapertura gradual de actividades y **otro** que el desempeño reciente de la economía ha sido mejor a lo esperado.

La mayoría coincidió en que el balance de riesgos para el crecimiento ha mejorado y que

ahora se encuentra más equilibrado. Entre los riesgos al alza, mencionó un posible aumento en la demanda externa, ante las mejores expectativas de crecimiento mundial. Uno agregó la posibilidad de que se observen mayores ingresos por remesas. Añadió que la mayor demanda externa en combinación con el T-MEC podría estimular a la inversión. **Algunos** destacaron la posibilidad de un mayor avance en el programa de vacunación.

Entre los riesgos a la baja, la mayoría destacó los asociados a la evolución de la pandemia y posibles retrasos en el programa de vacunación. Uno agregó la volatilidad en los mercados financieros y afectaciones en el suministro de insumos. **Otro** señaló el riesgo derivado del próximo proceso electoral por el retorno de un ambiente de aversión al riesgo.

Inflación en México

Todos mencionaron que la inflación general anual aumentó de manera significativa y más de lo esperado, ubicándose en 6.08% en abril. Destacaron que este aumento fue resultado principalmente del efecto de una baja base de comparación de los precios de los energéticos. La mayoría añadió que a lo anterior también contribuyeron las presiones en los precios de las materias primas y presiones de costos. Uno destacó el incremento desproporcionado en los precios de algunos productos específicos y enfatizó que el aumento en la inflación no implica un incremento generalizado en todos los precios. **La mayoría señaló que ya se anticipaba un aumento de la inflación. Uno** notó que el nivel de abril no se había registrado desde diciembre de 2017. **Algunos** consideraron que la inflación continúa resintiendo los efectos de la pandemia. **Uno** opinó que las modificaciones en la canasta de consumo han implicado distorsiones en la medición de la inflación.

La mayoría mencionó que el componente que más presionó a la inflación general en abril fue el no subyacente, que se situó en 12.3%. Uno enfatizó que este nivel es el más alto desde finales de 2017. **Otro** subrayó que es el segundo más alto registrado en los últimos veinte años. Notó que entre enero de 2019 y junio de 2020 este componente registró valores atípicamente bajos, menores a la media de los últimos diez años, por lo que se anticipaba desde hace tiempo una reversión. **La mayoría resaltó el efecto aritmético que tuvieron los precios de los energéticos. Algunos** destacaron un aumento mayor de lo previsto en los precios de estos bienes. **Uno** detalló que entre abril

de 2020 y abril de 2021 el precio de la gasolina aumentó 35% debido principalmente a una baja base de comparación. **Otro** resaltó el aumento desproporcionado en los precios del gas LP y de ciertos productos agropecuarios.

En cuanto al componente subyacente, la mayoría señaló que en abril se situó en 4.13%. Algunos resaltaron que se ubicó por encima del límite superior del rango de variabilidad. **Respecto de sus componentes, la mayoría indicó que el de las mercancías sigue siendo la principal fuente de presión, destacando la inflación de las no alimenticias. Algunos** comentaron que la inflación de las mercancías alimenticias disminuyó, aunque **uno** opinó que se mantuvo elevada. **Otro** señaló que se enfrenta una aceleración de los precios de las mercancías no alimenticias, principalmente los susceptibles a los energéticos y el tipo de cambio. **La mayoría notó que la inflación de los servicios se ha incrementado. Uno** enfatizó que si bien la inflación de los servicios turísticos y de alimentación ha aumentado ante cierta reapertura de actividades, la inflación de los servicios de vivienda y educación ha seguido disminuyendo. **Otro** mencionó las presiones en los precios en las mercancías, que solo fueron compensadas parcialmente por las menores presiones en los precios de los servicios.

Algunos sostuvieron que la inflación subyacente fundamental se mantiene alrededor del 3%, sugiriendo que las presiones sobre los precios no obedecen a la posición cíclica de la economía. **Uno** añadió que indicadores que excluyen las variaciones extremas en precios indican que los incrementos de precios de una gran cantidad de productos están contenidos por la holgura. Notó que la mediana de la inflación subyacente en abril estuvo por debajo de 3.25%, por lo que la mitad de los productos que componen este índice presentaron inflaciones inferiores a dicho nivel. Añadió que el 30% de los bienes y servicios del INPC presentó inflaciones menores al 2%. Por ello, consideró que la inflación está contenida y que sus aumentos recientes no implican un incremento generalizado de precios, sino que responden a factores coyunturales o a productos específicos.

Otro consideró que enfrentamos un problema de medición que nos hace perder la perspectiva sobre el fenómeno inflacionario y las condiciones de holgura. La baja respuesta de la inflación a la holgura que se observa en los datos podría obedecer a distorsiones en la estimación del producto potencial y de la brecha de producto. Si dicho producto potencial esta sobreestimado en realidad la brecha

del producto es menos negativa de lo que sugiere una brecha medida de manera tradicional y las condiciones de holgura no son tan amplias como aparentan. Añadió que de ser esto cierto, entonces no hay consistencia entre la brecha, tradicionalmente medida, y la inflación subyacente. Advirtió que esto explica, en parte, la baja respuesta de los precios a la fase del ciclo. Además, agregó que las distorsiones en la estimación de la tasa NAIRU basadas en la tasa de desempleo abierto llevan a la errónea conclusión de que la tasa de desempleo abierto se ubica por debajo de la estimación de la tasa natural de desempleo, lo que implicaría presiones inflacionarias. **Algunos** expusieron que la pandemia generó cambios importantes en la formación de precios. Destacaron la reconfiguración en el patrón de gasto de los hogares, que propició un cambio en los precios relativos a favor de las mercancías y en contra de los servicios. **Uno** agregó que el cierre de la economía provocó problemas en las cadenas de suministro y generó costos adicionales a las empresas que tuvieron que adaptarse en un ambiente de mayor distanciamiento social. Añadió la disminución histórica de los precios de los energéticos que ha resultado en el efecto base que tenemos en 2021. Consideró que aun cuando estos choques de oferta siguen afectando la inflación nacional, se espera que sean transitorios.

La mayoría mencionó que las expectativas de inflación para 2021 aumentaron y que las de mediano y largo plazos se mantuvieron estables en niveles superiores a la meta de 3%. Uno indicó que lo anterior es congruente con la naturaleza transitoria del incremento reciente de la inflación. Mencionó diversas encuestas en las cuales las expectativas de inflación a 12 meses y para el cierre de 2022 se mantienen en alrededor de 3%. **Otro** resaltó que las expectativas para el cierre de 2021 se ubican por encima de la meta de 3% y que las correspondientes a 12 meses y al cierre de 2022 se mantienen estables y por debajo de lo que se ha registrado en otros episodios inflacionarios. Añadió que durante tales episodios las expectativas de corto plazo han sido más susceptibles a verse afectadas por los choques inflacionarios, debido a que por su propia naturaleza son altamente sensibles a los datos observados, sin que ello implique necesariamente un proceso de desanclaje de expectativas. **Uno** subrayó que las expectativas de inflación para 2022 recopiladas por el Banco de México se han ubicado por encima del 3.5% por nueve meses consecutivos. **La mayoría indicó que las expectativas de inflación extraídas de instrumentos de mercado se encuentran en**

niveles cercanos a 3%. Sin embargo, algunos destacaron que estas aumentaron en el margen. **Uno** detalló que, para el promedio de 1 a 10 años, dichas expectativas se ubicaron en 3.1%. **Otro** mencionó que las primas de compensación por inflación tuvieron una disminución marginal en los nodos de 10 y 30 años, sugiriendo que el mercado también estima que las presiones actuales son transitorias.

Todos precisaron que la actualización de los pronósticos para las inflaciones general y subyacente muestra para el corto plazo niveles mayores a los publicados en el Informe Trimestral Octubre-Diciembre 2020, pero enfatizaron que se sigue estimando que ambas converjan a 3% a partir del segundo trimestre de 2022. La mayoría apuntó que se anticipa que las presiones observadas sobre la inflación tengan un carácter transitorio. **Uno** subrayó que los efectos aritméticos, asociados a las reducciones de los precios de los energéticos del año pasado, seguirán impactando las tasas anuales de la inflación por cierto tiempo. Añadió que, si bien las variaciones anuales más recientes se han ubicado por encima de lo esperado, se prevé en abril un punto de inflexión en la evolución de la inflación. **Otro** comentó que se anticipa una mayor inflación no subyacente ante los ajustes en las trayectorias de inflación de bienes agropecuarios y energéticos. Agregó que también se estima una mayor inflación subyacente ante los incrementos observados en los precios de las mercancías y de los servicios, los cuales deberán compensarse parcialmente por una mayor apreciación del peso. **Uno** notó que se espera que la inflación subyacente comience a disminuir desde el tercer trimestre del año. **Otro** consideró que la trayectoria esperada de dicho componente mantiene un alto grado de incertidumbre.

Entre los riesgos al alza para la inflación, la mayoría destacó la posibilidad de una mayor inflación externa, presiones de costos o reasignaciones de gasto, así como posibles episodios de depreciación cambiaria. **Uno** precisó que los aumentos en los costos de transporte y problemas logísticos en las cadenas de producción contribuyen a elevar los precios de insumos importados. **Algunos** mencionaron la alta persistencia de la inflación subyacente. **Uno** puntualizó que ello se ha observado a pesar de una postura monetaria restrictiva previa a la pandemia y de amplias condiciones de holgura durante la misma. **Algunos** señalaron como riesgo adicional el incremento en los precios de las materias primas. **Uno** apuntó que la expectativa de un peso apreciado

parece optimista y que podría revertirse debido a factores externos e internos, lo que generaría presiones que podrían desviar aún más la trayectoria prevista para la inflación. Asimismo, señaló que la trayectoria esperada de la inflación subyacente mantiene un alto grado de incertidumbre ya que las afectaciones en la composición del gasto podrían continuar en la medida en que sigue la pandemia y se mantienen restricciones a la movilidad.

La mayoría alertó sobre las afectaciones en la producción agropecuaria debido a sequías, que presionarían al alza a la inflación no subyacente. **Algunos** prevén que se presenten presiones inflacionarias en los servicios conforme se eliminen las restricciones sanitarias. **Uno** añadió que esto desvanecería el efecto favorable que ha tenido la inflación de servicios para compensar los niveles elevados de la inflación de mercancías. **Otro** agregó el riesgo de que el deterioro en las expectativas de inflación obstaculice el descenso acelerado de la inflación y su convergencia a su meta en el tiempo planteado. Consideró que los riesgos al alza estarán presentes en el corto y mediano plazos. **Uno** opinó que la postergación de dicha convergencia podría propiciar un desanclaje de las expectativas de inflación, que ya se ubican por arriba del límite superior del rango de variabilidad.

Respecto de los riesgos a la baja para la inflación, la mayoría mencionó los efectos de la brecha negativa del producto. **Uno** destacó el riesgo de mayores medidas de distanciamiento social y la posibilidad de una apreciación cambiaria. **Otro** apuntó que el riesgo de una depreciación del tipo de cambio se ha mitigado debido a la mejoría de los mercados financieros. Agregó que los precios de la gasolina se han estabilizado en línea con la política de precios del gobierno federal, por lo que hacia delante su contribución a la inflación será más limitada.

La mayoría consideró que el balance de los riesgos que podrían incidir en la trayectoria esperada de la inflación en el horizonte de pronóstico es al alza. **Uno** opinó que el sesgo al alza es claro ante el comportamiento de la inflación y de sus expectativas. Añadió que los riesgos para la inflación no subyacente también están sesgados al alza debido a: i) la posibilidad de enfrentar choques de oferta asociados a una menor disponibilidad de combustibles; ii) las afectaciones en la producción de agropecuarios; y iii) presiones de demanda, impulsadas por el incremento en el consumo y la reactivación de la economía estadounidense. **Otro** mencionó que el balance de

riesgos para la inflación general se ha deteriorado. **Uno** consideró que, en balance, más allá del aumento que se puede anticipar en la inflación de cierre de año, los riesgos de la inflación se encuentran relativamente estables.

Entorno Macrofinanciero

La mayoría mencionó que los mercados financieros nacionales han presentado una mayor estabilidad. **Uno** consideró que ello obedece a la mejoría en las expectativas de crecimiento económico en México y en el mundo. **Otro** opinó que la Reserva Federal ha sido enfática en transmitir su mensaje de política monetaria, contribuyendo a un ajuste ordenado de los mercados. Añadió que los riesgos para los mercados financieros observados en la decisión anterior se han venido disipando.

La mayoría señaló que el peso mexicano se apreció ligeramente. **Uno** consideró que ello refleja un mayor apetito por riesgo a nivel global y la mayor debilidad del dólar. Destacó que la moneda nacional tuvo un desempeño más favorable que otras monedas de economías emergentes. Agregó que en algunas economías los agresivos ciclos de relajación monetaria estresaron sus tipos de cambio, lo que requirió de cuantiosas intervenciones para estabilizar su valor. A pesar de ello, notó que algunas de estas monedas han presentado una depreciación significativa en este año. Sostuvo que, en contraste, la moneda nacional ha mostrado menor volatilidad, una depreciación acumulada moderada y no ha requerido de intervenciones cambiarias. Consideró que lo anterior se debe atribuir a un marco macroeconómico responsable y al enfoque prudente de la política monetaria. No obstante, indicó que el comportamiento positivo del peso podría verse afectado por episodios de volatilidad derivados de la dinámica en el mercado de bonos de largo plazo estadounidense o del proceso electoral que se llevará a cabo en nuestro país.

La mayoría mencionó que la tenencia de bonos gubernamentales por parte de inversionistas extranjeros siguió reduciéndose. **Algunos** señalaron que estos han mostrado una mayor preferencia por activos de economías asiáticas. **Uno** precisó que en los últimos 18 meses China ha absorbido dos tercios de los flujos de renta fija a economías emergentes. Consideró que si bien este ajuste asociado con la inclusión de China en índices de renta fija globales puede ser transitorio, mientras se recalibran las ponderaciones en los portafolios de inversión, sigue destacando la falta de participación de inversionistas extranjeros en las subastas

primarias de valores gubernamentales en México. **Otro** comentó que los rendimientos de instrumentos gubernamentales a tasa nominal presentaron incrementos, en un contexto de condiciones de operación deterioradas y bajo interés por este tipo de activos por parte de inversionistas extranjeros y locales, que han mostrado cautela dadas las condiciones externas e internas. Al respecto, destacó la incertidumbre sobre las acciones de política monetaria que pueda tomar la Reserva Federal y, en el margen, una menor actividad en las operaciones de manejo de pasivos por parte de la SHCP. **Uno** mencionó que se ha observado un empinamiento en la curva de rendimientos, ante una expectativa de mayor inflación en Estados Unidos. Argumentó que lo anterior se ha reflejado en un menor apetito por riesgo y flujos de capital hacia el exterior. Opinó que hasta el momento dichas salidas se han realizado en condiciones que permitieron un ajuste ordenado de las tasas y del tipo de cambio. Añadió que el superávit observado en la cuenta corriente de la balanza de pagos ha acomodado los flujos de salida, mientras que el sector bancario ha absorbido la reducción de la tenencia de los extranjeros debido a la búsqueda de vehículos de inversión que reemplacen la menor colocación de créditos. Consideró que esta situación puede cambiar ante la reversión prevista del superávit en la cuenta corriente y los límites de la capacidad de absorción de la banca, en especial ante una eventual mejoría en el otorgamiento de crédito. **Otro** indicó que el mercado de renta variable continuó mostrando entradas de capital y mencionó que ante la mayor estabilidad de los mercados financieros la prima de riesgo soberano disminuyó. Señaló que la curva de rendimientos en México tuvo un comportamiento mixto, con un descenso en la parte corta y aumentos en las partes media y larga. **Uno** agregó que la tasa de interés de los bonos a 10 años registró altibajos, llegando a niveles por debajo de 6.5%. **Con relación al mercado bursátil, la mayoría destacó que el índice de la bolsa de valores registró ganancias.** **Uno** sostuvo que lo anterior se debió a un balance positivo en la temporada de reportes corporativos.

La mayoría destacó que el financiamiento al sector privado sigue disminuyendo y que las condiciones de otorgamiento de crédito han empeorado. **Algunos** destacaron que el crédito a empresas sigue cayendo y que esto es preocupante. **Uno** mencionó que esto se ha observado por cuatro trimestres consecutivos. Agregó que el crédito al consumo en su variación anual ha caído en prácticamente todos sus segmentos. **Algunos** comentaron que únicamente el crédito a la vivienda

mostró un crecimiento positivo. **Uno** señaló que en marzo la disminución en el crédito a PyMEs fue de 12% a tasa anualizada. Agregó que según la encuesta EnBan se ha vuelto más difícil conseguir crédito de los bancos comerciales. **Otro** indicó que los márgenes de intermediación de las tasas a empresas continúan en niveles superiores a los anteriores a la pandemia. **Uno** señaló que los índices de morosidad se mantienen en niveles relativamente bajos. Opinó que en cuanto al uso de los recursos, prevalece el dominio del financiamiento al sector público, mientras que el crédito al sector privado permanece deteriorado, a pesar de la disminución en las tasas de interés. **Algunos** apuntaron que persiste la demanda de liquidez por parte de empresas y hogares. **Uno** consideró que ello obedece a motivos precautorios. **Otro** agregó que las fuentes internas continuaron expandiéndose, mientras que persiste atonía en las externas.

Política Monetaria

Todos coincidieron en mantener el objetivo para la Tasa de Interés Interbancaria a un día en 4.00%. Esto considerando las previsiones para la inflación, los riesgos a las que estas están sujetas y la necesidad de consolidar una trayectoria decreciente para las inflaciones general y subyacente hacia la meta de 3%. Destacaron que los choques recientes que han influido en la evolución de la inflación plantean retos para la conducción de la política monetaria, para que el ajuste de precios relativos sea ordenado, evitando que se vea afectado el proceso de formación de precios de la economía, así como las expectativas de inflación. La mayoría resaltó que ante un entorno muy incierto como el actual, se requiere de un enfoque prudente. Finalmente, reiteró que, hacia delante, la conducción de la política monetaria dependerá de la evolución de los factores que inciden en la inflación, en sus trayectorias previstas en el horizonte de pronóstico y en sus expectativas.

Un miembro destacó el complejo entorno para la política monetaria. Resaltó que se siguen enfrentando los efectos de los choques de oferta, de demanda y financiero asociados a la pandemia. En este contexto, opinó que en las economías emergentes pequeñas y abiertas, que necesitan complementar su ahorro interno con fuentes externas de financiamiento, es aún más importante mantener un entorno macroeconómico sólido, que atraiga capital y que propicie un ajuste ordenado en la economía. En este sentido, consideró que la política monetaria debe contribuir a dicho ajuste,

manteniendo una inflación baja y alrededor de su meta, conteniendo los aumentos en las primas de riesgo y en las tasas de interés de mediano y largo plazos, así como el ajuste cambiario. Señaló que los choques recientes que han afectado a la inflación implican mayores retos para la conducción de la política monetaria, para que el ajuste de precios relativos sea ordenado y se eviten afectaciones en la formación de precios y en las expectativas de inflación. Por ello destacó que es necesario que el Banco de México mantenga una postura monetaria prudente que propicie una trayectoria decreciente para la inflación general y subyacente hacia la meta de 3%.

Otro miembro destacó que, pese al importante avance logrado para contrarrestar la pandemia y sus efectos en la economía, persisten riesgos y desafíos importantes. Señaló que se espera que los choques de oferta que se han presentado sean transitorios. En consecuencia, enfatizó que es importante reflexionar sobre la capacidad de respuesta de la política monetaria ante este tipo de eventos, en especial cuando las presiones inflacionarias no parecen provenir de la demanda agregada. En este contexto, mencionó que el Banco Central debe procurar mantener ancladas las expectativas de inflación para que estos choques no propicien efectos de segundo orden. Al respecto, destacó que si bien las expectativas de inflación de muy corto plazo se han deteriorado, las de mediano y largo plazos se mantienen estables, lo cual indica que, en su conjunto, estas se encuentran ancladas. Finalmente enfatizó la importancia de prestar especial atención a la evolución de los precios de las materias primas y de los servicios, con la finalidad de asegurar la convergencia de la inflación hacia su meta.

Un miembro argumentó que para esta decisión de política monetaria, además de la información económica y financiera disponible, cobran relevancia factores como la alta sensibilidad de los activos mexicanos a las condiciones financieras en Estados Unidos, la disminución de la tenencia de bonos gubernamentales por parte del sector externo que ha afectado las condiciones de los mercados locales y una competencia más pronunciada por recursos de inversionistas que han revelado un interés creciente en los mercados asiáticos. Añadió que elementos internos podrían comprometer la convergencia de la inflación hacia la meta en el horizonte en que opera la política monetaria. Al respecto, hizo referencia a los riesgos para la inflación general y no subyacente. Argumentó que el endurecimiento observado en las condiciones financieras, a pesar de la reducción en

la tasa de referencia y un débil apoyo fiscal, reduce el margen de maniobra para la política monetaria. Opinó que el comunicado de política monetaria debe transmitir claramente que con esta decisión se contará con espacio para actualizar las proyecciones con base en la información disponible y tomar las acciones que sean necesarias para lograr una trayectoria de inflación a la baja, sostenida y convergente. Ello debido al riesgo de que desde la última decisión de política monetaria se puedan contaminar las expectativas de inflación, lo que podría afectar la efectividad de la política monetaria y minar la credibilidad del compromiso con la estabilidad de precios. Opinó que el enfoque prudente de política monetaria que se ha seguido, hoy en día posiciona mejor a la economía nacional para enfrentar los retos ante el entorno de recuperación económica.

Otro miembro destacó que nos encontramos en un ciclo económico nada tradicional con efectos inusuales para la toma de decisiones. Señaló que diversos indicadores no observables, como la brecha del producto, la tasa NAIRU y la tasa real neutral están distorsionados y que presentan retos para su adecuada interpretación. Apuntó que la tasa real neutral se estimaba alrededor de 2.6%, pero por la pandemia probablemente disminuyó, lo que llevaría a que el espacio para bajar la tasa de referencia sea mayor al considerado actualmente. Sin embargo, añadió que hay incertidumbre sobre este indicador y que se debe esperar a contar con información suficiente para poder hacer estimaciones confiables y actuar con certeza. Expresó que una inconsistencia se encuentra en el nivel de la tasa real, ya que si esta es muy alta debería, al inhibir la actividad económica, tener un efecto benéfico sobre la inflación. No obstante, si la brecha negativa del producto es menos amplia que lo estimado, se necesitaría una tasa real más alta para bajar la inflación subyacente. Mencionó que ello es algo contradictorio considerando la situación por la que atraviesa el país. Por ello, debemos ser más analíticos y cuidadosos de las circunstancias actuales y de las implicaciones que tiene para la política monetaria. Considerando todo lo anterior, opinó que una pausa es necesaria para desentrañar las distorsiones en la información económica y actuar con mayor certeza. Sostuvo que dada la pasividad del soporte fiscal ante la grave recesión económica, el apoyo monetario es más que necesario. Sin embargo, consideró que debido al panorama adverso para la inflación, con un balance de riesgos sesgado al alza, y a la incertidumbre en los parámetros económicos, se debe mantener la tasa de referencia en sus niveles actuales por el

tiempo que sea necesario. Lo anterior a fin de garantizar la convergencia, recomponer las expectativas y reafirmar el mandato prioritario de la estabilidad de precios, ya que sin ello difícilmente se pueden otorgar mayores estímulos.

Un miembro mencionó que es importante comprender que las presiones inflacionarias a nivel mundial y local son principalmente de carácter transitorio, lo que implica que las posturas monetarias no necesariamente deberían endurecerse ante dichas presiones, sino que deberían enfocarse en evitar que se contaminen las expectativas de inflación o que ocurran efectos de segundo orden en la fijación de precios. Añadió que la economía global se encuentra muy frágil después de más de un año de afectaciones por la pandemia. Consideró que la recuperación económica aún es incipiente y que no puede ponerse en riesgo, ya que ello podría deteriorar las perspectivas de crecimiento y de los indicadores financieros. Opinó que interrumpir la recuperación económica mundial o local podría traducirse en daños significativos y duraderos. Por ello, consideró que es importante mantener, en la medida de lo posible, una postura monetaria acomodaticia durante tanto tiempo como sea necesario. Comentó que en el caso de México esto permitiría la recuperación del consumo e inversión, que son los componentes de la demanda agregada más afectados. Señaló que ello también permitiría mantener condiciones apropiadas para la recuperación del crédito, sobre todo a las PyMES que son las que más lo requieren para su supervivencia o expansión. En ese sentido, destacó que el mensaje que debe enviar este Instituto Central es uno de cautela y que a la vez contribuya a tranquilizar a los mercados, mediante una mejor comprensión de la naturaleza de la actual situación económica.

3. DECISIÓN DE POLÍTICA MONETARIA

En un entorno altamente incierto, los riesgos para la inflación, la actividad económica y los mercados financieros plantean retos importantes para la política monetaria. Ante los choques recientes que han afectado a la inflación es necesario que el ajuste de precios relativos sea ordenado y se eviten afectaciones en la formación de precios y las expectativas de inflación. Con la presencia de todos sus miembros, la Junta de Gobierno decidió por unanimidad mantener el objetivo para la Tasa de Interés Interbancaria a un día en 4.00%. Esto considerando las previsiones de inflación descritas, los riesgos a las que están sujetas, así como la necesidad de consolidar una trayectoria decreciente

para las inflaciones general y subyacente hacia la meta de 3%. Hacia delante, la conducción de la política monetaria dependerá de la evolución de los factores que inciden en la inflación, en sus trayectorias previstas en el horizonte de pronóstico y en sus expectativas.

La Junta de Gobierno tomará las acciones necesarias con base en la información adicional, a fin de que la tasa de referencia sea congruente con la convergencia ordenada y sostenida de la inflación general a la meta de 3% en el plazo en el que opera la política monetaria. Es necesario salvaguardar el

ámbito institucional, fortalecer los fundamentos macroeconómicos y adoptar las acciones necesarias en los ámbitos monetario y fiscal, para propiciar un mejor ajuste de los mercados financieros nacionales y de la economía en su conjunto.

4. VOTACIÓN

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

ANEXO

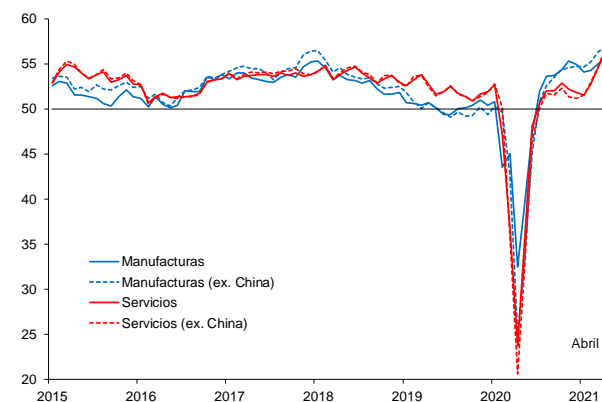
La información presentada en este Anexo fue elaborada para esta sesión por las Direcciones Generales de Investigación Económica y de Operaciones de Banca Central, ambas del Banco de México, y no necesariamente refleja las consideraciones de los miembros de la Junta de Gobierno respecto de su decisión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

A.1. Condiciones externas

A.1.1. Actividad económica mundial

La actividad económica global continuó recuperándose a un ritmo heterogéneo entre países, acorde a su disponibilidad de vacunas y programas de estímulo al gasto. Asimismo, la recuperación ha sido heterogénea a nivel sectorial, observándose inicialmente una mayor recuperación de la producción industrial, del comercio mundial y del sector manufacturero y posteriormente de los servicios (Gráfica 1). La inflación global aumentó, reflejando presiones recientes en los precios de materias primas, especialmente de los energéticos, efectos de base de comparación y algunas presiones de costos. En la mayoría de las economías avanzadas las inflaciones general y subyacente permanecen en niveles bajos. Las expectativas de inflación de algunas de estas economías repuntaron recientemente. Los principales bancos centrales reiteraron que mantendrán sus posturas monetarias acomodaticias, al tiempo que en algunos países avanzados, especialmente en Estados Unidos, se han anunciado propuestas adicionales de estímulo fiscal. Por su parte, después de un comportamiento más estable a partir de la segunda mitad de marzo, los mercados financieros volvieron a registrar hacia mediados de mayo ciertos movimientos, si bien acotados, ante un incremento mayor al esperado en la inflación de Estados Unidos. Hacia delante, entre los riesgos para la actividad económica mundial y la estabilidad de los mercados financieros internacionales globales destacan los asociados a la pandemia y un aumento sostenido y mayor a lo esperado de la inflación.

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



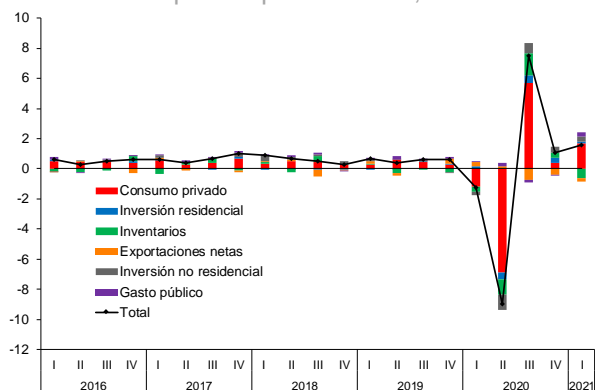
a. e. / Cifras con ajuste estacional.
Fuente: Markit.

En Estados Unidos, la actividad económica aceleró su ritmo de expansión, al pasar de una tasa trimestral ajustada por estacionalidad de 1.1% en el cuarto trimestre de 2020 a una de 1.6% en el primer trimestre de 2021 (Gráfica 2).¹ Dicho crecimiento reflejó la expansión del consumo privado, del gasto público y de la inversión. Ello, en un entorno de importantes avances en el proceso de vacunación, de relajamiento de algunas medidas de confinamiento y de cuantiosos estímulos fiscales. Por su parte, las exportaciones netas tuvieron una contribución negativa como resultado de una importante expansión de las importaciones. Adicionalmente, destaca que las expectativas empresariales han mejorado ante el anuncio a finales de marzo de una propuesta, aún bajo discusión, de un estímulo fiscal adicional por 2.65 billones de dólares, denominada Plan de Empleo, que contempla aspectos como inversiones en infraestructura, créditos fiscales y gasto en investigación y desarrollo, a la cual se añadiría el Plan de las Familias Americanas propuesto a finales de abril.

¹ Expresado como tasa trimestral anualizada y ajustada por estacionalidad, el crecimiento del PIB de Estados Unidos en el cuarto trimestre de 2020 fue de 4.3% y en el primer trimestre de 2021 de 6.4%.

Gráfica 2 EUA: PIB Real y Componentes

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



a. e. / Cifras con ajuste estacional.

Fuente: BEA y Blue Chip de marzo de 2021.

La producción industrial de Estados Unidos, después de haberse contraído en febrero ante el impacto negativo de las heladas registradas en varias regiones de ese país, retomó su expansión en marzo, al registrar un crecimiento mensual de 1.4%. A su interior, la actividad manufacturera y la minería se expandieron a tasas mensuales de 2.7 y 5.7%, respectivamente, reflejando la normalización de las condiciones climatológicas. Indicadores oportunos, tales como el índice de gerentes de compras del sector manufacturero, sugieren que la recuperación de la actividad manufacturera podría continuar durante el segundo trimestre del año, si bien hacia delante la escasez prevaleciente de semiconductores podría seguir impactando negativamente a la actividad manufacturera a nivel global.

El mercado laboral en Estados Unidos siguió recuperándose durante marzo y abril. La nómina no agrícola registró alzas mensuales de 770 y 266 mil plazas en marzo y abril, respectivamente. Destacaron los avances en los sectores relacionados con hospitalidad, esparcimiento, educación, construcción y gobierno. A pesar de dicha recuperación, el nivel de empleo aún se ubicó 8.2 millones por debajo del registrado antes de la pandemia. Por su parte, la tasa de desempleo disminuyó de 6.2% en febrero a 6.1% en abril. Las solicitudes iniciales de seguro de desempleo siguieron moderándose, alcanzando 498 mil nuevas solicitudes en la semana que concluyó el 1 de mayo,

siendo este su nivel más bajo desde que inició la pandemia.

En la zona del euro, luego de contraerse 0.7% a tasa trimestral ajustada por estacionalidad en el cuarto trimestre de 2020, el PIB disminuyó 0.6% en el primer trimestre de este año.² Ello reflejó la caída registrada en la mayoría de las principales economías de la región, resultado de las afectaciones al consumo y la inversión derivadas del rebrote de contagios y la reimposición de medidas de distanciamiento social en varios países, así como de la elevada incertidumbre asociada a retrasos en el proceso de vacunación. En cuanto al mercado laboral, la tasa de desempleo disminuyó de 8.2% en febrero a 8.1% en marzo. Por su parte, indicadores más oportunos, tales como la confianza de los consumidores y la empresarial, así como los índices de gerentes de compras, sugieren que la actividad se podría reactivar durante el segundo trimestre del año ante la expectativa de una aceleración en el proceso de vacunación y el uso de recursos del fondo de recuperación de la pandemia de la Unión Europea en algunos países.

En el Reino Unido, la actividad económica se contrajo en el primer trimestre de 2021, al registrar una caída de 1.5%, luego de crecer a una tasa trimestral ajustada por estacionalidad de 1.3% en el trimestre previo.³ Este deterioro reflejó las medidas para contener el rebrote de contagios, las cuales afectaron principalmente a servicios como los de educación, ventas al menudeo, alimentación y alojamiento. En este entorno, la tasa de desempleo disminuyó de 5.0% en enero a 4.9% en febrero. Los índices de gerentes de compras, tanto del sector manufacturero como de servicios, apuntan a que dicha economía comenzó a recuperarse hacia finales del primer trimestre, en línea con las menores medidas de contención, el avance en el proceso de vacunación y la disminución en el número de contagios por COVID-19.

En Japón, los indicadores disponibles sugieren que la actividad económica se debilitó en el primer trimestre de este año, luego de expandirse en el cuarto trimestre de 2020 a una tasa trimestral ajustada por estacionalidad de 2.8%.⁴ Lo anterior reflejó el deterioro del consumo de servicios ante el estado de emergencia por COVID-19 anunciado en el primer trimestre de 2021, si bien el consumo de

² Expresado como tasa trimestral anualizada y ajustada por estacionalidad, la variación del PIB de la zona del euro en el cuarto trimestre de 2020 fue de -2.7% y en el primer trimestre de 2021 de -2.5%.

³ Expresado como tasa trimestral anualizada y ajustada por estacionalidad, la contracción del PIB en el Reino Unido en el primer

trimestre de 2021 fue de 5.9% y en el cuarto trimestre de 2020 el crecimiento fue de 5.2%.

⁴ Expresado como tasa trimestral anualizada y ajustada por estacionalidad, el crecimiento del PIB de Japón en el cuarto trimestre de 2020 fue de 11.7%.

bienes duraderos mantuvo su dinamismo. Por su parte, la actividad industrial siguió estando apoyada por la recuperación de la demanda externa, lo cual ha favorecido el buen desempeño de las exportaciones. Respecto al mercado laboral, la tasa de desempleo disminuyó de 2.9% en febrero a 2.6% en marzo. Hacia delante, aunque los indicadores prospectivos apuntan a una recuperación, la extensión del estado de emergencia en algunas regiones de ese país ante el aumento en el número de contagios podría seguir afectando la actividad económica.

En las principales economías emergentes, los indicadores disponibles sugieren una desaceleración y, en algunos casos, posiblemente una contracción durante el primer trimestre del año. Ello como reflejo de un avance relativamente más lento en el proceso de vacunación y de menores programas de estímulo. En los países de Asia Emergente, la información oportuna indica que la expansión de la actividad económica continuó a principios de 2021, si bien a un ritmo más moderado que en el cuarto trimestre de 2020. En particular, el crecimiento trimestral del PIB de China se moderó, al pasar de 3.2% en el cuarto trimestre de 2020 a 0.6% en el primero de 2021. Ello, en gran parte como reflejo de las mayores restricciones a la movilidad entre regiones y del retiro parcial de algunas medidas de estímulo económico. En América Latina y Europa Emergente, los indicadores disponibles sugieren una contracción de la actividad económica en varias economías a principios del año como resultado del fuerte incremento en los contagios de COVID-19, destacando los casos de Perú, Brasil, Hungría y República Checa, mientras que otras, como Ecuador, Israel, y Rusia, han seguido recuperándose a un ritmo moderado.

Los precios internacionales de las materias primas continuaron al alza desde la última decisión de política monetaria en México, aunque con episodios de volatilidad. En particular, los precios del petróleo se vieron impulsados por diversos factores, tales como un renovado optimismo en la recuperación económica global y la reapertura gradual de ciertas economías. Lo anterior contrarrestó parcialmente las presiones a la baja asociadas al anuncio a principios de abril por parte de la OPEP y otros productores de un incremento gradual en su producción y los riesgos latentes sobre la demanda de petróleo ante el recrudecimiento de la pandemia en India. Más recientemente, durante las primeras semanas de mayo, las cotizaciones del petróleo se vieron afectadas por interrupciones temporales en el sistema de transporte de combustible en el este de

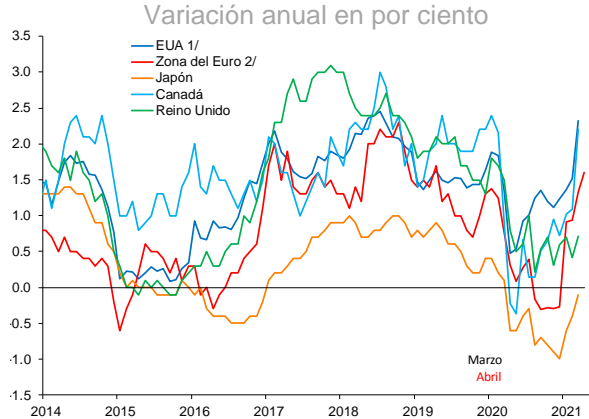
Estados Unidos. Por su parte, los precios de los metales industriales aumentaron, destacando el incremento en el precio del hierro, ante una mayor demanda derivada de la recuperación de la actividad industrial global, el optimismo generado por la eventual aprobación de nuevos paquetes de estímulo fiscal en Estados Unidos y las interrupciones en las cadenas globales de suministro. Finalmente, los precios de los granos reanudaron su tendencia al alza debido a un aumento en la demanda global y a condiciones climáticas adversas que afectaron los cultivos, especialmente en Estados Unidos y Sudamérica.

A.1.2. Política monetaria y mercados financieros internacionales

La inflación a nivel mundial aumentó, reflejando presiones recientes en los precios de las materias primas, especialmente de los energéticos, efectos de base de comparación y algunas presiones de costos. En la mayoría de las principales economías avanzadas las inflaciones general y subyacente permanecen en niveles bajos, si bien recientemente en Estados Unidos y Canadá, la inflación general se ubicó por encima de los objetivos de sus bancos centrales (Gráfica 3). Por su parte, las expectativas de inflación implícitas en instrumentos financieros, después de haber registrado un ajuste al alza durante el primer trimestre del año, mostraron cierta estabilización durante abril. No obstante, hacia mediados de mayo las expectativas de inflación para Estados Unidos registraron nuevamente un alza ante un aumento mayor al esperado en la inflación de ese país en abril.

En las principales economías emergentes, la mayoría de los países registraron presiones inflacionarias ante mayores precios de las materias primas, efectos aritméticos, choques de oferta y los efectos de la depreciación de sus divisas. No obstante, la inflación disminuyó en algunas economías como Perú e India, reflejando, en gran medida, una desaceleración en su inflación de alimentos.

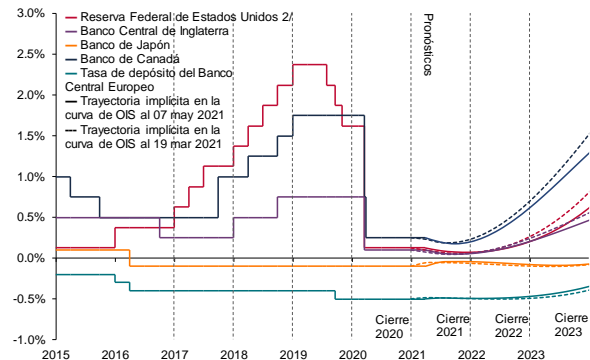
Gráfica 3
Economías Avanzadas Seleccionadas:
Inflación General



1/ Se refiere al deflactor del gasto en consumo personal.
 2/ Cifra correspondiente a abril se refiere a la estimación preliminar.
 Fuente: Bureau of Economic Analysis, Eurostat, Bank of Japan, Statistics Canada, Office of National Statistics.

Los bancos centrales de las principales economías avanzadas mantuvieron sus tasas de interés de referencia sin cambio en niveles alrededor de cero. Asimismo, siguieron utilizando su balance, en algunos casos con ajustes en el ritmo de compras de activos, para preservar condiciones de financiamiento favorables y, con ello, apoyar la provisión de crédito, impulsar la actividad económica y procurar la convergencia de la inflación a sus respectivos objetivos de largo plazo. Además, los bancos centrales reiteraron que mantendrán posturas monetarias acomodaticias hasta que la inflación alcance de manera sostenida sus metas. En este contexto, las expectativas extraídas de instrumentos de mercado siguen anticipando que dichos bancos centrales mantendrán una postura de política monetaria altamente acomodaticia, aunque para un horizonte de mayor plazo incorporan la expectativa de un alza moderada de las tasas de interés para algunos bancos centrales (Gráfica 4).

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



1/ OIS: Swap de tasa de interés fija por flotante en donde esta última está ligada a la referencia efectiva a un día.
 2/ Para la tasa de referencia observada de Estados Unidos se utiliza la tasa de interés promedio del rango objetivo de la tasa de fondos federales (0.0% -0.25%).
 Fuente: Banco de México con datos de Bloomberg.

Entre las decisiones de política monetaria recientes destacan:

- i) En su reunión de abril, la Reserva Federal mantuvo sin cambio su rango objetivo de entre 0.0 y 0.25% para la tasa de interés de fondos federales y señaló que será apropiado mantener ese rango hasta que las condiciones del mercado laboral hayan alcanzado niveles consistentes con su estimación de máximo empleo y que la inflación haya aumentado a 2% y esté encaminada a exceder moderadamente ese nivel durante algún tiempo. Igualmente, indicó que mantendrá el ritmo actual de su programa de compras de activos hasta que se haya logrado un progreso sustancial hacia sus objetivos de máximo empleo y de estabilidad de precios. Al respecto, el presidente de la Junta de Gobierno de dicha Institución señaló que la economía está aún muy lejos de dichos objetivos y que es probable que tome algún tiempo lograr avances sustanciales. En este contexto, tanto el consenso de los analistas, como la trayectoria implícita de futuros de la tasa de fondos federales, sugieren que dicho banco central mantendrá su tasa de referencia sin cambio durante 2021 y 2022, si bien para un mayor plazo los instrumentos financieros incorporan la expectativa de un alza moderada.

- ii) En su reunión de abril, el Banco Central Europeo mantuvo sin cambio sus tasas de refinanciamiento, de depósitos y de préstamos, en 0.0, -0.5 y -0.25%, respectivamente. Reiteró que espera que dichas tasas se mantengan en sus niveles actuales o por debajo de ellos hasta que los pronósticos de inflación converjan de forma robusta a un nivel suficientemente cercano, pero por debajo del objetivo de inflación de 2%, y que dicha convergencia se refleje en la dinámica de la inflación subyacente. Asimismo, mantuvo sin cambio el monto de sus programas de compras de activos e indicó, en congruencia con el ajuste hecho en su reunión previa, que espera que las compras bajo el Programa de Emergencia (*PEPP*) continúen realizándose a un ritmo significativamente mayor al de los primeros meses del año.
- iii) En su reunión de abril, el Banco de Japón mantuvo sin cambio la tasa de referencia en -0.1% y el objetivo de la tasa de 10 años en alrededor de 0.0% y reiteró que continuará con su programa de compra de activos. Asimismo, mencionó que seguirá apoyando el financiamiento de empresas y la estabilidad en los mercados financieros a través del programa especial para apoyar el financiamiento en respuesta al COVID-19, una amplia provisión de liquidez, tanto en moneda doméstica como extranjera, y compras de fondos cotizados en bolsa e inmobiliarios. Dicha institución ratificó que, de ser necesario, no dudará en tomar medidas de relajamiento adicionales y que espera que las tasas de interés se mantengan en sus niveles actuales o inferiores.
- iv) En su reunión de mayo, el Banco de Inglaterra mantuvo sin cambio su tasa de interés de referencia en 0.10%, la compra de bonos de empresas no financieras en 20 mil millones de libras y su objetivo de compras de bonos gubernamentales en 875 mil millones de libras. En las minutas de dicha reunión, se señaló que, como se previó desde el anuncio en noviembre de 2020 de su programa actual de compras de bonos del gobierno, el ritmo de dichas compras se desaceleraría de 4.4 a 3.4 mil millones de libras por semana. Al respecto, precisó que esta decisión operativa no debería interpretarse como un cambio en la postura de política monetaria. El Banco de Inglaterra reiteró que no tiene la intención de endurecer su postura de política monetaria, al menos hasta que exista evidencia clara de que se están logrando avances significativos en eliminar la holgura en la

capacidad productiva y alcanzar su meta de inflación de 2% de manera sostenida.

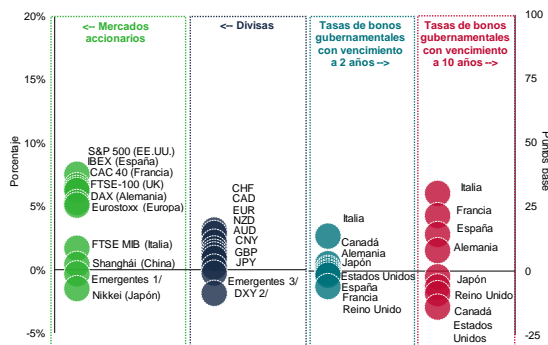
Los bancos centrales de las principales economías emergentes, desde la última decisión de política monetaria en México, mantuvieron sin cambio su tasa de interés de referencia, con excepción de Rusia y Brasil, que la aumentaron. Además, mantuvieron sus medidas para proveer liquidez y fomentar el buen funcionamiento de los mercados financieros.

En el entorno general descrito, desde la última decisión de política monetaria en México los mercados financieros internacionales mostraron un comportamiento más estable (Gráfica 5 y Gráfica 6). Se registraron ganancias moderadas en la mayoría de los principales índices accionarios, mientras que en los mercados cambiarios el dólar se debilitó ligeramente respecto a la mayoría de las divisas, tanto de economías avanzadas como emergentes, si bien algunas monedas como las de Argentina, Colombia y Turquía registraron depreciaciones. Por su parte, las tasas de interés de bonos gubernamentales de largo plazo mostraron movimientos acotados durante el periodo. Por su parte, la mayoría de las economías emergentes registraron entradas netas de capital, aunque a un ritmo más moderado que a inicios de este año.

Dadas las características de la crisis sanitaria y económica, combinadas con los ajustes en el marco de política monetaria de algunos de los principales bancos centrales de las economías avanzadas, persiste una elevada incertidumbre respecto a la evolución de los mercados financieros internacionales durante la fase de recuperación. En este sentido, figuran diversos riesgos para la estabilidad de los mercados financieros internacionales. Entre ellos se encuentra la posibilidad que la recuperación económica de algunas economías avanzadas con cuantiosos estímulos fiscales o mayores disrupciones en las cadenas de suministro propicien un aumento más sostenido y mayor a lo anticipado en la inflación en algunas economías avanzadas y que ello resulte en incrementos abruptos en las tasas de interés y un retiro anticipado de los estímulos monetarios que restrinja las condiciones financieras globales. Asimismo, persisten preocupaciones asociadas a las posibles distorsiones en la valuación de algunos activos financieros, lo cual podría derivar en una corrección repentina en los precios de estos. Los factores anteriores podrían acentuar los problemas de insolvencia y quiebra de empresas en los sectores más afectados por la pandemia, así como

las vulnerabilidades asociadas a los altos niveles de endeudamiento público y privado acumulados en los últimos años. Además, las economías emergentes enfrentarán retos importantes ante la mayor absorción de recursos financieros por parte de los sectores públicos de aquellos países con cuantiosos programas de estímulo fiscal y por la mayor participación de China entre los activos de renta fija de economías emergentes a partir de su inclusión en los principales índices globales de inversión.

Gráfica 5
Variación de Indicadores Financieros
Seleccionados del 19 de marzo
al 7 de mayo 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 del 19 de marzo al 10 de mayo
de 2021

Porcentaje, puntos base

| Región | País | Divisas | Bolsas | Tasas de interés 2A | Tasas de interés 10A | CDS |
|------------------|------------|---------|--------|---------------------|----------------------|-----|
| América Latina | México | 3.08% | 4.72% | 23 | 3 | -5 |
| | Brasil | 4.92% | 5.00% | 38 | 59 | -20 |
| | Chile | 3.44% | -4.86% | 44 | 23 | 0 |
| | Colombia | -5.97% | -3.22% | 15 | -2 | 15 |
| Europa emergente | Rusia | 0.22% | 6.76% | 21 | 2 | -8 |
| | Polonia | 3.43% | 9.66% | 6 | 20 | -3 |
| | Turquía | -14.22% | -4.51% | 158 | 368 | 82 |
| | Rep. Checa | 4.05% | 3.22% | -2 | -20 | -1 |
| | Hungría | 4.91% | 0.85% | -20 | 1 | -1 |
| Asia | China | 1.46% | 0.69% | -20 | -10 | 7 |
| | Malasia | 0.12% | -2.60% | 4 | -36 | 6 |
| | India | -1.15% | -0.71% | -45 | -18 | 15 |
| | Filipinas | 1.56% | -1.84% | -58 | -27 | 7 |
| | Tailandia | -0.77% | 1.55% | -2 | -23 | 0 |
| | Indonesia | 1.46% | -5.98% | -45 | -40 | -1 |
| África | Sudáfrica | 4.61% | 4.71% | -74 | -32 | -8 |

Nota: Las tasas de interés mostradas corresponden a los bonos gubernamentales en los plazos especificados, a 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

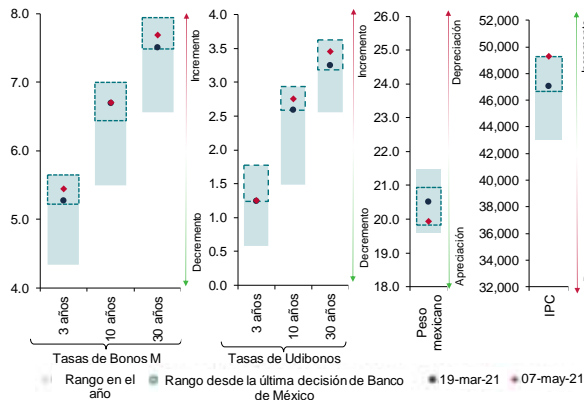
A.2.1. Mercados en México

Desde la última decisión de política monetaria a la fecha, los precios de los activos financieros en México mostraron un comportamiento mixto (Gráfica 7), en un entorno que se caracterizó por una estabilización de las tasas de interés en Estados Unidos y otros países avanzados, así como por un ligero debilitamiento del dólar.

En el caso de la moneda nacional, esta operó en un rango entre 19.82 y 20.95 pesos por dólar, terminando el periodo con una apreciación de 2.0% (Gráfica 8). Ello, en un contexto en el que las condiciones de operación, tanto realizadas como prospectivas, mejoraron.

Gráfica 7
Desempeño y Condiciones de Operación de Mercados Mexicanos

Porcentaje, pesos por dólar e índice



Fuente: Elaboración de Banco de México

Gráfica 8
Tipo de Cambio del Peso Mexicano con Promedios Móviles

Pesos por dólar

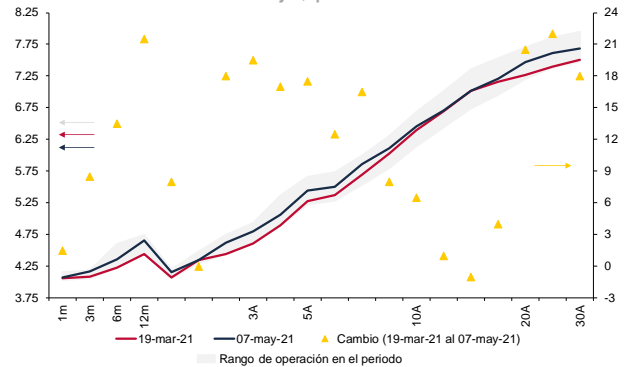


Fuente: Elaboración de Banco de México

Las tasas de interés de los valores gubernamentales presentaron movimientos negativos (Gráfica 9), observándose incrementos de hasta 27 puntos base a lo largo de la curva de rendimientos. La curva de rendimientos de instrumentos a tasa real también mostró una dinámica negativa, registrando incrementos de hasta de 30 puntos base en el segmento de largo plazo. En este contexto, en general las primas de compensación por inflación y riesgo inflacionario implícitas en los diferenciales entre las tasas nominales y reales de instrumentos de mercado concluyeron el periodo con disminuciones respecto de la decisión de política monetaria previa (Gráfica 10). Estos movimientos ocurrieron en un entorno en el que las condiciones de operación continuaron con un deterioro en el periodo de referencia.

Gráfica 9
Curva de Rendimiento de Valores Gubernamentales a Tasa Nominal

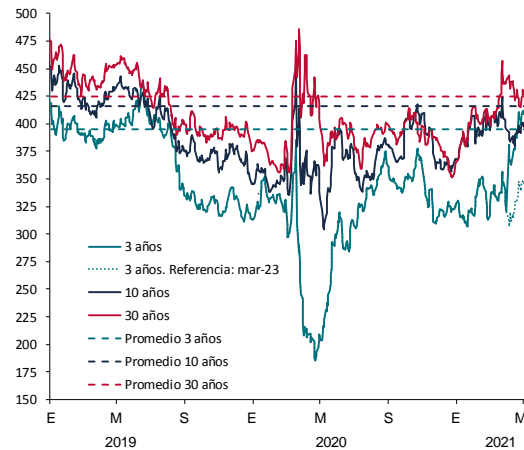
Porcentaje, puntos base



Fuente: PIP

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

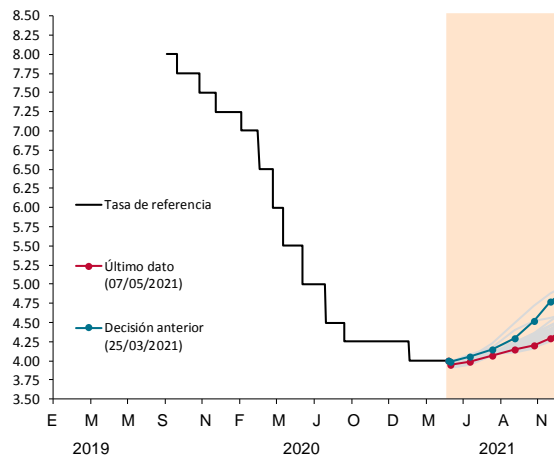
Puntos base



Fuente: PIP

En lo que concierne a las expectativas de la trayectoria de la tasa de referencia de política monetaria, la información implícita en la curva de swaps de TIIE le asigna 80% de probabilidad a que la tasa de referencia se mantenga sin cambio en la decisión de mayo (Gráfica 11). De manera relacionada, la mediana de las expectativas del consenso de los analistas encuestados por Citibanamex anticipa que la tasa de interés de referencia se ubique en 4.00% en la próxima decisión de política monetaria. Respecto del cierre de 2021, las variables de mercado anticipan un nivel para la tasa objetivo de 4.27%, mientras que la mediana de la mencionada encuesta a economistas se encuentra en un nivel de 4.00%.

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

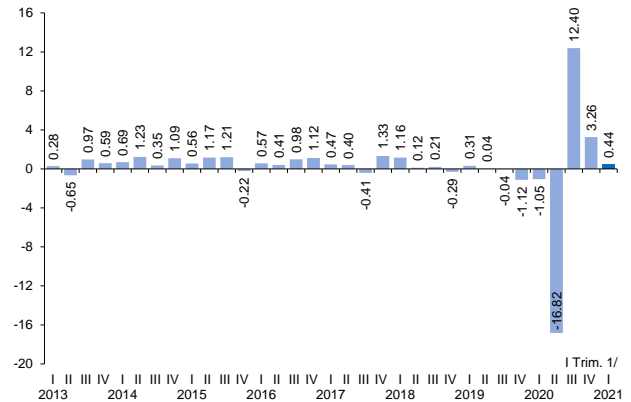
De acuerdo con la estimación oportuna del PIB de México publicada por el INEGI, en el primer trimestre de 2021 en su conjunto se observó una desaceleración en el ritmo de recuperación de la actividad económica (Gráfica 12). Ello como resultado de diversos eventos que se presentaron en los primeros dos meses del año ante el recrudecimiento de la pandemia registrado desde finales del año previo y las nuevas restricciones implementadas en algunas entidades federativas para hacerle frente, a lo cual se sumaron algunas disrupciones transitorias en las cadenas de suministros. La información disponible sugiere que, aunque en marzo persistieron los problemas de insumos en algunas industrias, la reducción en el número de contagios y el avance del proceso de vacunación ha permitido la flexibilización gradual en las restricciones por la pandemia y una reactivación de la actividad económica más notoria a partir de ese mes.

Con relación a la demanda externa, en el primer trimestre de 2021 las exportaciones manufactureras se contrajeron respecto del trimestre previo como resultado de la caída de los envíos automotrices y de cierta desaceleración del resto de las exportaciones registrada para el trimestre en su conjunto, si bien estas últimas repuntaron en marzo (Gráfica 13).⁵ Por destino de las exportaciones, en

⁵ Se refiere al valor de las exportaciones de mercancías en dólares corrientes. Dicho valor difiere del reportado para las exportaciones de bienes en el Sistema de Cuentas Nacional de

el primer trimestre las dirigidas a Estados Unidos presentaron una ligera contracción, en tanto que los envíos al resto del mundo exhibieron atonía.

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

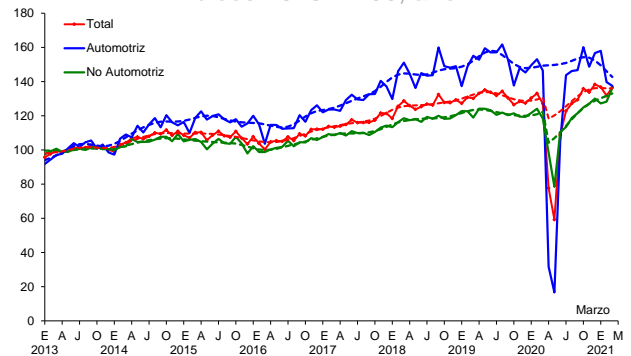


a. e. / Cifras con ajuste estacional.

1/ La cifra correspondiente al primer trimestre de 2021 se refiere a la estimación oportuna del PIB trimestral publicada por el INEGI.

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

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



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

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

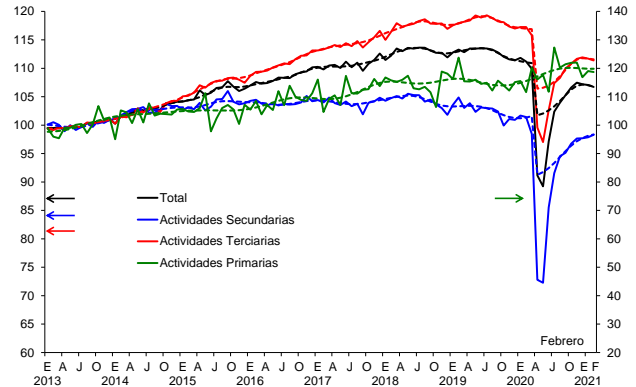
De acuerdo con su indicador mensual, en el bimestre enero-febrero de 2021 el consumo privado presentó una desaceleración en su ritmo de recuperación, ubicándose aún por debajo del nivel de febrero de 2020. A su interior, el consumo de bienes, tanto importados como de origen nacional, presentó un mejor desempeño, al tiempo que el rubro de servicios mostró atonía y se mantiene en

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

niveles bajos. Los indicadores oportunos sugieren que el consumo privado continuó recuperándose hacia finales del primer trimestre del año y principios del segundo. En particular, entre febrero y abril se revirtieron las pérdidas de las ventas de la ANTAD observadas en diciembre y enero, en tanto que en febrero y marzo las ventas de vehículos ligeros siguieron reactivándose, aunque en abril disminuyeron. Por su parte, en el primer bimestre de 2021 la inversión fija bruta revirtió la caída observada a finales del año anterior, si bien situándose aún por debajo de su nivel previo a la pandemia. A su interior, tanto la inversión en construcción como el gasto en maquinaria y equipo siguieron reactivándose gradualmente.

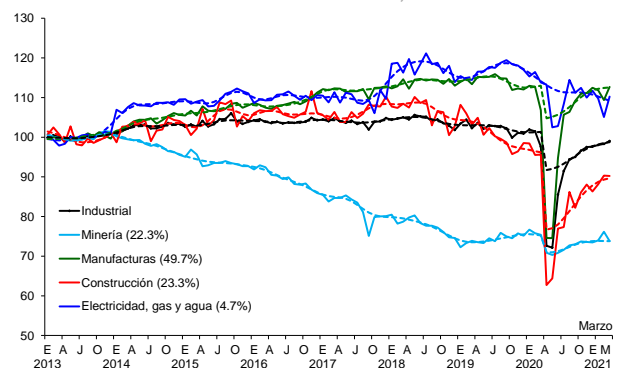
Por el lado de la producción, en enero y febrero las actividades terciarias registraron disminuciones, persistiendo la debilidad del sector y heterogeneidad entre sus subsectores (Gráfica 14). Los servicios de transporte e información en medios masivos, los servicios financieros e inmobiliarios, el comercio y los servicios de alojamiento temporal y de preparación de alimentos y bebidas contribuyeron negativamente al crecimiento de este sector. En contraste, los servicios profesionales, corporativos y de apoyo a los negocios, las actividades de gobierno, y los servicios educativos y de salud tuvieron aportaciones positivas. No obstante lo anterior, de acuerdo con la información que se deriva del dato oportuno del PIB, en marzo los servicios en su conjunto parecerían haber retomado un mayor ritmo de recuperación. Por su parte, la actividad industrial presentó un avance en el primer trimestre del año, con lo que continuó su reactivación. A su interior, en marzo las manufacturas revirtieron las contracciones observadas en los dos primeros meses de 2021 asociadas a las afectaciones causadas por la escasez de diversos insumos, particularmente en el sector automotriz. A su vez, la construcción frenó su recuperación en el margen, en tanto que la minería revirtió el repunte registrado en febrero, de manera que siguió exhibiendo debilidad (Gráfica 15).

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



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

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

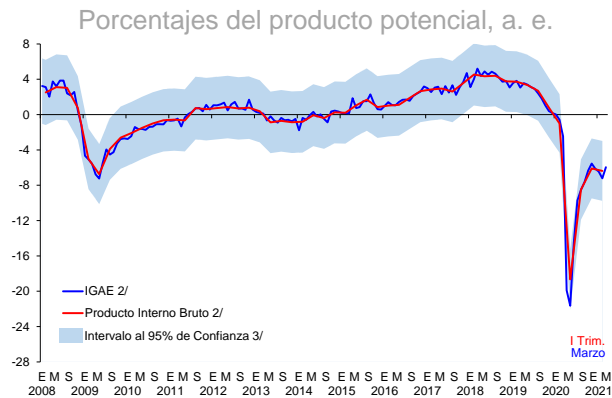


a. e. / Serie con ajuste estacional y serie de tendencia. La primera se representa con la línea sólida y la segunda con la punteada.
1/ Las cifras entre paréntesis corresponden a su participación en el total en 2013.
Fuente: Sistema de Cuentas Nacionales de México (SCNM), INEGI.

En cuanto a la posición cíclica de la economía, las condiciones de holgura se mantuvieron con una amplitud considerable en enero y febrero, registrando incluso cierto relajamiento respecto del cierre del año previo (Gráfica 16). La información oportuna sugiere que hacia finales del primer trimestre estas retomaron un ritmo de reducción gradual. Por su parte, en marzo diversos indicadores del mercado laboral continuaron mostrando una moderada mejoría. En particular, si bien tanto la tasa de desocupación nacional como la urbana se mantuvieron en niveles relativamente elevados (Gráfica 17), la participación laboral y la población ocupada siguieron expandiéndose gradualmente, en un contexto en el que la tasa de subocupación se redujo en su comparación mensual. Asimismo, en marzo y abril la creación de puestos de trabajo

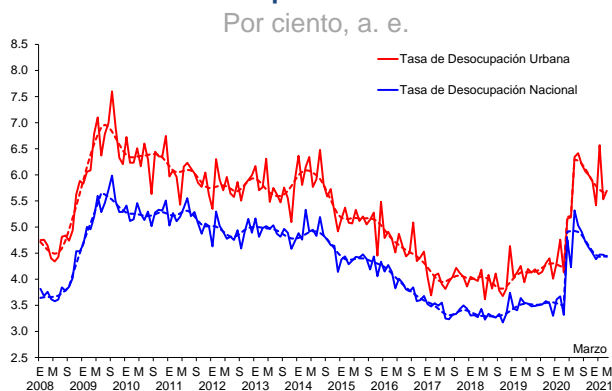
afiliados al IMSS continuó exhibiendo una moderada recuperación, ubicándose en abril aún cerca de 540 mil plazas por debajo del nivel reportado previo a la emergencia sanitaria. Finalmente, en febrero el costo unitario de la mano de obra en el sector manufacturero mostró un aumento como reflejo, en buena medida, de la disminución de la productividad laboral asociada a la contracción del subsector de equipo de transporte ante la escasez de diversos insumos (Gráfica 18).

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



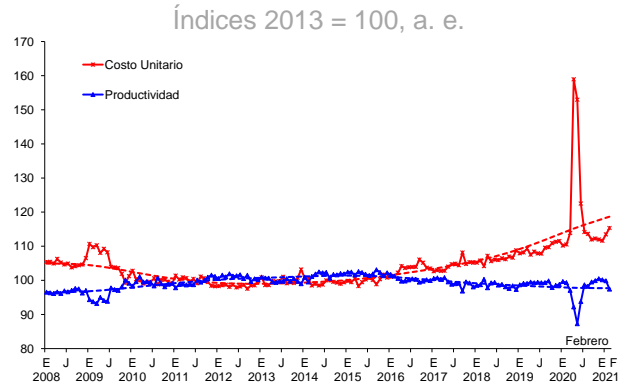
a. e. / Elaboración a partir de cifras con ajuste estacional.
1/ Estimadas con el filtro de Hodrick-Prescott con corrección de colas; ver Banco de México (2009), "Informe sobre la Inflación, Abril-Junio 2009", pág.74.
2/ Cifras del PIB oportuno al primer trimestre de 2021 y del IGAE implícito a marzo de 2021, congruente con dicha cifra oportuna.
3/ Intervalo de confianza de la brecha del producto calculado con un método de componentes no observados.
4/ Excluye la extracción de petróleo y gas, los servicios relacionados con la minería y la fabricación de productos derivados del petróleo y del carbón.
Fuente: Elaboración de Banco de México con información del INEGI.

Gráfica 17
Tasa de Desocupación Nacional y Tasa de Desocupación Urbana



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/}



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 marzo de 2021, el financiamiento interno a las empresas registró una contracción a tasa anual por cuarto trimestre consecutivo. Lo anterior ha sido resultado, en parte, de una reducción del crédito bancario tanto a las empresas de menor tamaño –segmento que ha mostrado una disminución a tasa anual desde el primer trimestre de 2019–, como a las empresas grandes –segmento que continúa presentado una menor demanda de crédito bancario respecto a lo observado al inicio de la pandemia–. Por su parte, las condiciones de otorgamiento para las empresas en general siguen siendo estrechas respecto al inicio de la pandemia. Por otra parte, la colocación de deuda neta corporativa por parte de las empresas emisoras ha sido moderadamente negativa desde enero del presente año. En cuanto al crédito a los hogares, la cartera de vivienda, en congruencia con su elevado nivel de demanda, continuó exhibiendo variaciones anuales positivas, si bien moderó su crecimiento durante el primer trimestre de 2021. A su vez, la cartera de crédito bancario vigente al consumo siguió contrayéndose en todos sus segmentos, en un contexto en donde las condiciones de otorgamiento de crédito a los hogares continuaron siendo estrechas.

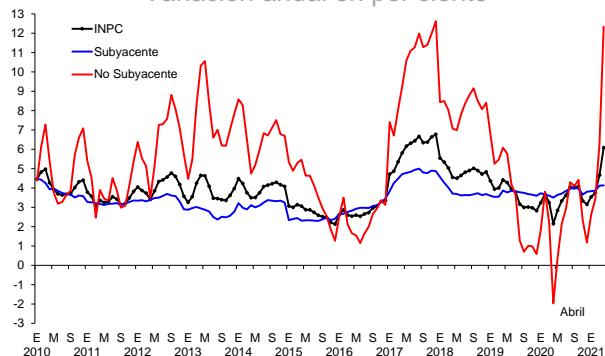
En cuanto a las tasas de interés del crédito bancario a las empresas, estas han seguido en general la dinámica de la tasa de fondeo bancario. Por su parte, los márgenes de intermediación continuaron en niveles superiores a los observados antes de la pandemia, si bien mostraron reducciones en los últimos dos trimestres. A su vez, en el primer trimestre de 2021 las tasas de interés del crédito a

la vivienda detuvieron la trayectoria a la baja observada en 2020, aunque se mantuvieron en niveles alrededor de sus mínimos históricos. En tanto, las tasas de interés de tarjetas de crédito mantuvieron la tendencia a la baja que han mostrado desde octubre del año pasado. No obstante, los márgenes de intermediación han aumentado, ya que la tasa de referencia ha registrado reducciones de mayor magnitud. Respecto a la calidad de la cartera, en marzo el índice de morosidad del crédito a las empresas se mantuvo relativamente estable y en niveles bajos, mientras que el correspondiente al crédito hipotecario siguió incrementándose, aunque igualmente se ha mantenido en niveles bajos. Por último, los índices de morosidad de la cartera de consumo permanecieron en niveles elevados y no registraron cambios significativos por segundo mes consecutivo, luego de haberse incrementado en meses previos.

A.2.3. Comportamiento y perspectivas de la inflación

La inflación general anual aumentó de 4.67 a 6.08% entre marzo y abril de 2021 (Gráfica 19 y Cuadro 1). Este resultado se explica, principalmente, por el comportamiento del componente no subyacente, el cual contribuyó con 136 puntos base a dicho aumento, mientras que el subyacente lo hizo con 5 puntos base. El incremento en la inflación no subyacente reflejó la mayor incidencia de la inflación de las gasolinas, debido, a su vez, al efecto aritmético derivado de las importantes reducciones de precios que se registraron en abril de 2020 en el contexto del inicio de la pandemia.

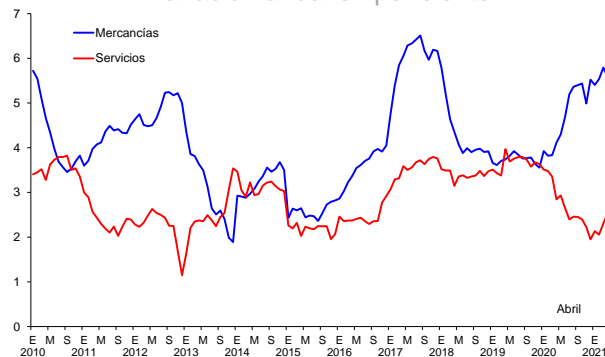
Gráfica 19
Índice Nacional de Precios al Consumidor
Variación anual en por ciento



Fuente: Banco de México e INEGI.

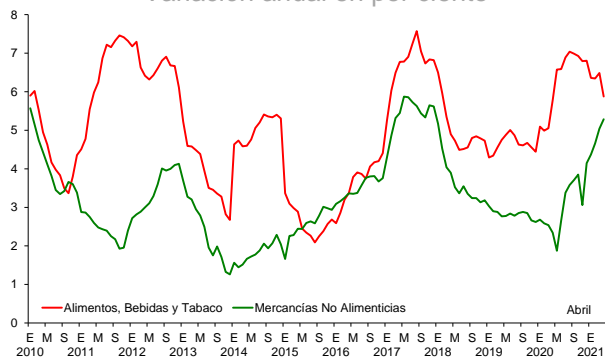
La inflación subyacente anual se situó en niveles de 4.12 y de 4.13% en marzo y abril de 2021, respectivamente. A su interior, la inflación anual de las mercancías exhibió una disminución de 5.79 a 5.59% en ese lapso (Gráfica 20), determinada por la reducción de 6.48 a 5.88% de las mercancías alimenticias y que contrasta con el aumento de 5.04 a 5.28% de las no alimenticias, reflejo de presiones de costos, tales como los aumentos en los precios de las materias primas o en los insumos en general, las afectaciones en las cadenas de producción y la evolución del tipo de cambio (Gráfica 21). Por su parte, en los meses referidos, la inflación anual de los servicios aumentó de 2.30 a 2.53%, comportamiento asociado a la mayor inflación del rubro de servicios distintos de educación y vivienda, que se incrementó de 3.02 a 3.55%. A su interior, destacaron las mayores variaciones anuales de precios en los servicios relacionados con la alimentación, el turismo y el entretenimiento, posiblemente en el contexto de la reapertura de estas actividades.

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



Fuente: Banco de México e INEGI.

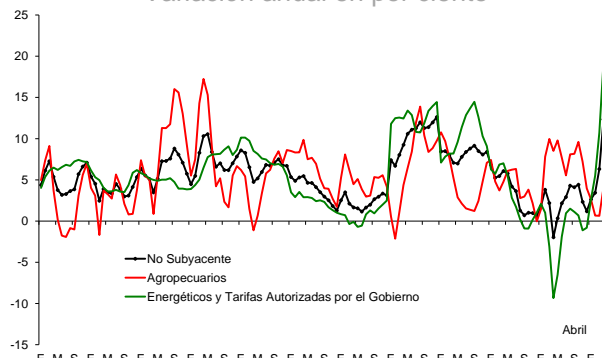
Gráfica 21
Subíndice Subyacente de las Mercancías
 Variación anual en por ciento



Fuente: Banco de México e INEGI.

Entre marzo y abril de 2021, la inflación no subyacente anual se incrementó de 6.31 a 12.34% (Gráfica 22 y Cuadro 1). La mayor parte de este resultado se asoció con el aumento de 14.55 a 28.02% en la inflación anual de los energéticos. A su vez, dicho aumento reflejó, principalmente, la mayor variación anual de los precios de las gasolineras, la cual pasó de 11.13 a 34.94% en el periodo señalado. Este incremento se explica, fundamentalmente, por un efecto aritmético de baja base de comparación, ya que en abril de 2021 no se repitieron las reducciones significativas en los precios de las gasolineras que tuvieron lugar en abril del año previo en el contexto del inicio de la crisis sanitaria de COVID-19. Por su parte, la inflación anual de los productos agropecuarios también aumentó entre marzo y abril de 2021, pasando de 0.64 a 4.08%, como resultado de las mayores variaciones anuales en los precios de las frutas y verduras, que registraron tasas de -8.82 y -0.83%, en tanto que las de los productos pecuarios exhibieron una reducción de 9.10 a 8.20%.

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



Fuente: Banco de México e INEGI.

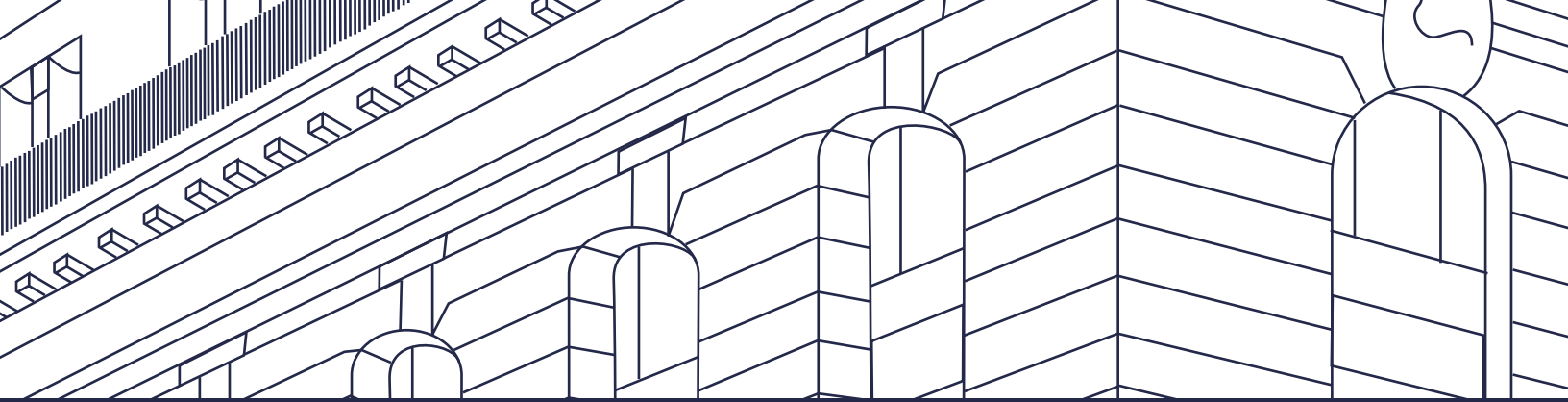
Respecto de las expectativas de inflación provenientes de la encuesta que levanta el Banco de México entre especialistas del sector privado, entre febrero y abril la mediana para la inflación general al cierre de 2021 aumentó de 3.90 a 4.56%, mientras que la correspondiente al componente subyacente pasó de 3.58 a 3.74%. A su vez, las relativas al cierre de 2022 se ajustaron de 3.51 a 3.60% para la inflación general y de 3.50 a 3.51% para la subyacente. Por su parte, las medianas de las expectativas de la inflación general y la subyacente para el mediano y largo plazos se mantuvieron alrededor de 3.50%. Finalmente, la compensación por inflación y riesgo inflacionario disminuyó desde la última decisión de política monetaria.

La actualización de los pronósticos para la inflación general y subyacente muestra, para el corto plazo, niveles mayores a los publicados en el último Informe Trimestral. No obstante, se sigue estimando que ambas converjan a la meta de 3% desde el segundo trimestre de 2022. Estas previsiones están sujetas a riesgos. Al alza: i) presiones inflacionarias externas; ii) presiones de costos o reasignaciones de gasto; iii) persistencia en la inflación subyacente; y iv) depreciación cambiaria. A la baja: i) por los efectos de la brecha negativa del producto; ii) mayores medidas de distanciamiento social; y iii) apreciación cambiaria. El balance de los riesgos que podrían incidir en la trayectoria esperada de la inflación en el horizonte de pronóstico es al alza.

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

| Concepto | Febrero 2021 | Marzo 2021 | Abril 2021 |
|--|--------------|--------------|--------------|
| INPC | 3.76 | 4.67 | 6.08 |
| Subyacente | 3.87 | 4.12 | 4.13 |
| Mercancías | 5.54 | 5.79 | 5.59 |
| Alimentos, Bebidas y Tabaco | 6.34 | 6.48 | 5.88 |
| Mercancías No Alimenticias | 4.66 | 5.04 | 5.28 |
| Servicios | 2.06 | 2.30 | 2.53 |
| Vivienda | 1.85 | 1.79 | 1.73 |
| Educación (Colegiaturas) | 1.16 | 1.12 | 1.12 |
| Otros Servicios | 2.44 | 3.02 | 3.55 |
| No Subyacente | 3.43 | 6.31 | 12.34 |
| Agropecuarios | 0.66 | 0.64 | 4.08 |
| Frutas y Verduras | -8.57 | -8.82 | -0.83 |
| Pecuarios | 9.01 | 9.10 | 8.20 |
| Energéticos y Tarifas Aut. por Gobierno | 5.50 | 10.73 | 19.30 |
| Energéticos | 6.83 | 14.55 | 28.02 |
| Tarifas Autorizadas por Gobierno | 2.38 | 2.16 | 2.21 |

Fuente: INEGI.



BANCO DE MÉXICO®

Documento publicado el 27 de mayo de 2021

