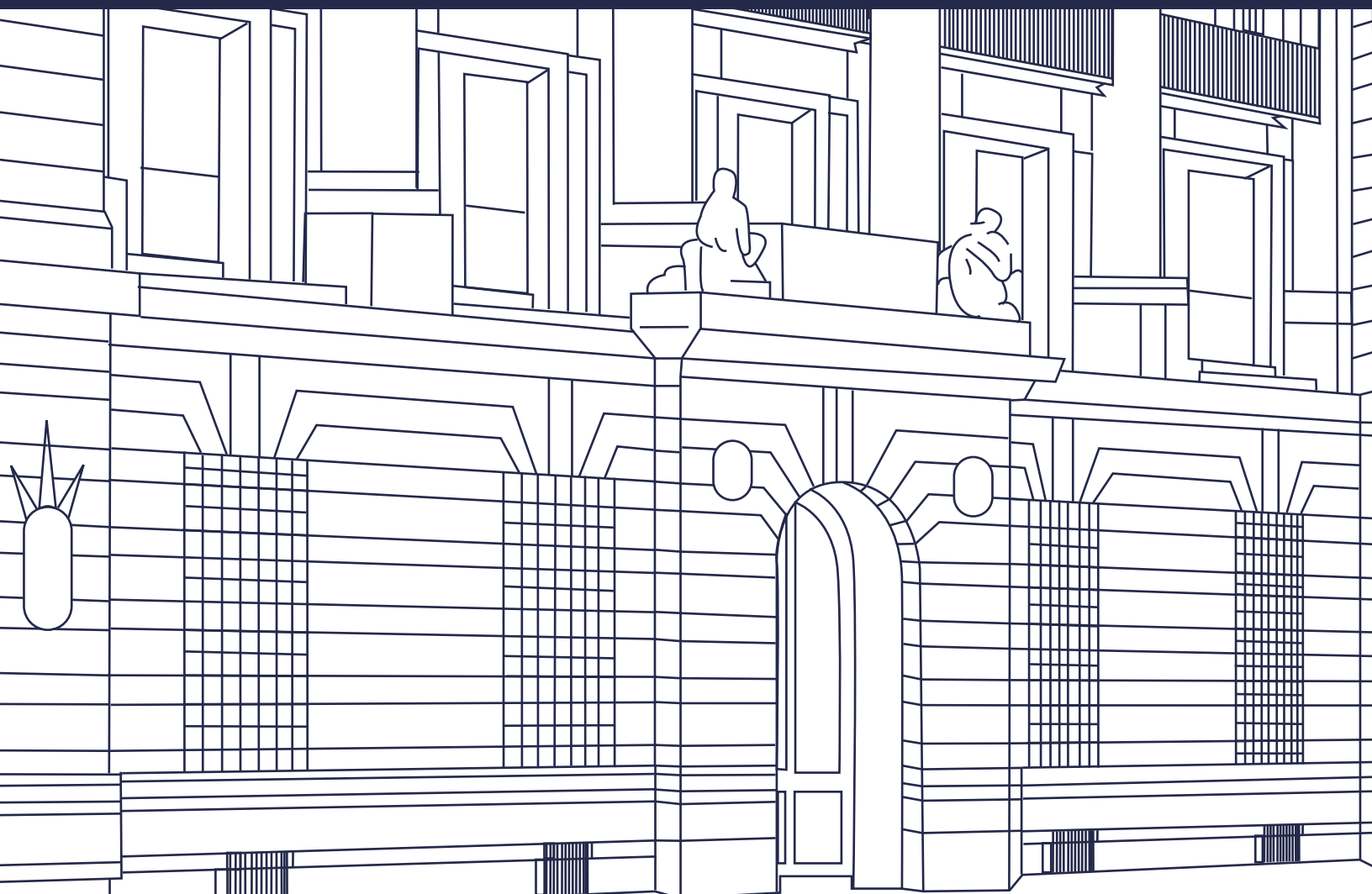




BANCO DE MÉXICO®

## Minuta número 88

Reunión de la Junta de Gobierno del Banco de México, con motivo de la  
decisión de política monetaria anunciada el 11 de noviembre de 2021





## 1. LUGAR, FECHA Y ASISTENTES

**1.1. Lugar:** Reunión celebrada por enlaces virtuales.

**1.2. Fecha de la sesión de la Junta de Gobierno:** 10 de noviembre de 2021.

### 1.3. Asistentes:

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

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

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

### *Entorno Externo*

**La mayoría mencionó que la actividad económica mundial continuó recuperándose durante el tercer trimestre, aunque a un ritmo menor y con heterogeneidad entre países por la evolución de la pandemia y los estímulos al gasto. Algunos** detallaron que el aumento reciente de contagios afectó negativamente a la actividad en varias economías. Al respecto, **uno** destacó la menor creación de empleos. **Otro** señaló la moderación en la recuperación del sector servicios. Profundizó en que la escasez de suministros está frenando la producción en ciertos sectores, lo cual es inusual en una etapa temprana y ascendente del ciclo económico. Agregó que lo anterior puede observarse en el incremento de los tiempos de entrega de las manufacturas y de los costos del transporte marítimo.

**La mayoría destacó la revisión a la baja de los pronósticos de crecimiento a nivel global. Algunos** subrayaron la heterogeneidad de dichas revisiones entre regiones y países. Notaron los ajustes al alza para 2021 para la zona del euro y América Latina, y a la baja para Estados Unidos,

Japón, Reino Unido y algunas economías emergentes asiáticas. **Uno** señaló que de acuerdo con el Fondo Monetario Internacional se prevé que durante 2022 las economías avanzadas recuperen la trayectoria de la tendencia de crecimiento que tenían previo a la pandemia, mientras que para las emergentes, con excepción de China, se espera que el crecimiento se mantenga por debajo de las previsiones anteriores a la pandemia, incluso hasta el 2024. **Algunos** apuntaron que hay preocupación sobre la recuperación económica. **Uno** consideró que ante la persistencia de las afectaciones quedan dudas sobre la velocidad de la recuperación. Agregó que la heterogeneidad en las perspectivas de crecimiento es motivo de inquietud. **Otro** enfatizó que el ajuste en las expectativas indica la fragilidad de la recuperación y sugiere riesgos para la actividad.

**Entre los riesgos globales, la mayoría mencionó los asociados a la pandemia, las presiones inflacionarias y los ajustes a las condiciones monetarias y financieras. Algunos** destacaron los desequilibrios entre la oferta y la demanda como resultado de la reapertura, de los programas de estímulo económico, del cambio en los patrones de consumo y de la disrupción en las cadenas de suministro globales. **Uno** notó que la naturaleza atípica de la recuperación está creando fricciones que han detonado riesgos para el crecimiento y la inflación.

**Otro** destacó el papel de la pandemia en las presiones inflacionarias que pueden dividirse en dos etapas. En la primera: i) choques sin precedente con errores de pronóstico en la actividad económica y la inflación; ii) el cierre abrupto de actividades indujo a las empresas a reducir costos, inventarios, inversión y plantilla laboral; iii) afectaciones sociales y tensiones políticas, que propiciaron cuantiosos estímulos al gasto en economías avanzadas; iv) una recomposición del gasto de los hogares, de servicios hacia mercancías; y v) afectaciones profundas en el mercado laboral. En la segunda: i) una recuperación más acelerada y un incremento considerable de los apoyos fiscales en Estados Unidos, generando cuellos de botella y presiones sobre el comercio mundial y los precios de bienes durables; ii) una recuperación en los servicios ante la disponibilidad de vacunas; iii) limitaciones en la producción; y iv) un alto apalancamiento tras un periodo prolongado de tasas históricamente bajas, que aunado a la expansión fiscal, implica retos para la estabilidad financiera. Sobre la falta de flexibilidad en la producción destacó las afectaciones a las cadenas de suministro, la falta de inversión en hidrocarburos

por la transición energética y el agotamiento de los menores precios en las manufacturas por la participación de China en el comercio mundial. Sobre el mercado laboral señaló que la pandemia aceleró la salida de algunos trabajadores de la fuerza laboral y generó menor participación en otros. Asimismo, produjo un cambio en salarios relativos en función de los riesgos de contagio. Expresó que por todo lo anterior la dinámica inflacionaria a nivel mundial responde tanto a las afectaciones directas en la producción, como a las presiones por la recomposición y estímulos al gasto.

**La mayoría mencionó que la inflación global siguió presionada por los cuellos de botella en la producción, por la recomposición del gasto hacia mercancías, por el incremento en los precios de alimentos y energéticos, por la reapertura de algunos servicios y por los desequilibrios entre la oferta y la demanda.** Uno agregó el efecto de los estímulos al gasto, el aumento en los costos de fletes marítimos y las presiones en los bienes de consumo duradero. Destacó la elevada variación anual del índice de precios al productor en Estados Unidos, que registró 8.6% en septiembre y octubre, y las presiones en los bienes de consumo duradero con una inflación de 6.96% en agosto de 2021, comparada con -1.54% en febrero de 2020. Asimismo, resaltó que dicha economía destaca por haber presentado los mayores programas de estímulo al gasto y por registrar las mayores presiones inflacionarias en un amplio rango de productos, y la mayor inflación en el índice de precios al consumidor desde 1990 (6.2%). Señaló que ello ha propiciado un aumento en las expectativas de inflación de empresarios, de consumidores, y en las implícitas en los mercados de renta fija. **Otro** detalló que los precios *spot* y los futuros de diversas materias primas continuaron presentando alzas importantes. **Uno** señaló que el incremento en los precios internacionales de las materias primas también obedece a factores climatológicos. Añadió que el origen de todos estos factores está directamente vinculado a la pandemia, por lo que sus efectos no son perennes. **Otro** notó que en la mayoría de las economías, con pocas excepciones como Japón, la inflación se ubica por encima de los objetivos de sus bancos centrales.

**La mayoría mencionó que se prevé que los efectos de las presiones inflacionarias globales sean principalmente transitorios.** Uno comentó que no hay un consenso al respecto. **Algunos** señalaron que se anticipa que las presiones se disipen hacia finales del próximo año conforme avance el control de la pandemia. **Uno** notó que

algunas presiones, como las de los precios internacionales de alimentos y de insumos industriales, ya han comenzado a disiparse. **La mayoría enfatizó que el horizonte en el que podrían incidir las presiones sobre la inflación es incierto y el riesgo de que afecten el proceso de formación de precios.** Uno detalló que ello se reflejaría en mayores expectativas inflacionarias y en un retiro adelantado o acelerado de los estímulos monetarios. Añadió que la información de encuestas en las economías avanzadas sugiere un aumento en las expectativas de corto plazo, mientras que aquellas derivadas de instrumentos financieros a mayores plazos muestran repuntes moderados. **Otro** destacó la magnitud de las presiones inflacionarias y el amplio rango de productos involucrados. Agregó que el deterioro en las perspectivas de inflación y el reto que ello implica, han sido reconocidos por todos los bancos centrales y que la mayoría ha tomado medidas para hacerles frente.

**La mayoría señaló que los bancos centrales en las principales economías avanzadas han mantenido posturas acomodaticias.** **Algunos** señalaron que en estas economías los mercados financieros prevén aumentos en las tasas en 2022. **Uno** consideró que la continuidad del estímulo en un número significativo de bancos centrales implica en cierta medida el reconocimiento de que los aumentos de tasas no son útiles para resolver los problemas de oferta que originan la inflación actual, mientras que sí podrían tener un impacto negativo en la recuperación. **Otro** notó que algunos bancos centrales ya han iniciado la reducción de los programas de compra de activos. **Uno** comentó que las condiciones monetarias han comenzado a ser menos acomodaticias. **Otro** destacó que, a pesar de los planes para retirar gradualmente el estímulo, persiste la incertidumbre sobre la duración de las presiones inflacionarias y el ajuste de los mercados.

**Todos comentaron que la Reserva Federal anunció la reducción en su programa de compra de activos.** **Algunos** notaron que esta institución también indicó que no se han presentado las condiciones para aumentar la tasa de fondos federales. **Uno** detalló que la Reserva Federal ha dejado claro que el inicio de la disminución en el ritmo de compras de activos no significa una inminente subida de tasas. Añadió que dicha institución ha manifestado ser paciente ante las presiones inflacionarias, que espera sean transitorias, y ante la evolución de la recuperación económica, que es aún incompleta. **La mayoría señaló que el mercado anticipa su primer**

**incremento de tasas en 2022.** Uno detalló que el mercado anticipa que el primer incremento de tasas podría ocurrir en el último trimestre de 2022. Mencionó que las expectativas de mercado son consistentes con las de los miembros del Comité Federal de Mercado Abierto (FOMC), por lo que ambos anticipan que el estímulo monetario continuará siendo sustancial por un tiempo prolongado. Por su parte, **otro** destacó que, pese a que las expectativas del FOMC aún señalan un incremento de tasas en 2023, las extraídas de instrumentos financieros señalan que esto ya podría ocurrir en 2022. **Algunos** puntualizaron que la comunicación de la Reserva Federal ha mitigado el riesgo de una sorpresa de política monetaria.

**Uno** argumentó que el mayor espacio monetario en Estados Unidos y otras economías avanzadas, que por muchos años presentaron una inflación y sus expectativas por debajo de sus metas, les permite ser más pacientes, aunque corren el riesgo de erosionar su credibilidad si se percibe que toleran inflaciones elevadas. Por otro lado, mencionó que en las economías emergentes, y en particular en México, la formación de precios puede verse rápidamente contaminada por los choques que han afectado a la inflación. También destacó que las economías emergentes abiertas al comercio están muy expuestas a las presiones globales y que las más integradas a los mercados financieros internacionales resentirán en mayor medida los efectos de condiciones monetarias y financieras más restrictivas.

**La mayoría mencionó que los bancos centrales de economías emergentes siguen reduciendo su estímulo monetario.** **Algunos** notaron que los mayores aumentos en la tasa de referencia se han observado en aquellas economías con desbalances macroeconómicos. **Uno** comentó que los bancos centrales de economías emergentes han reaccionado de manera heterogénea, aunque la mayoría ha continuado con posturas acomodaticias y tasas reales ex-ante negativas. Mencionó que, si bien algunos bancos centrales han reaccionado a las presiones inflacionarias con aumentos más significativos en sus tasas de interés, aclaró que se trata de países que llevaron a cabo políticas fiscales muy expansivas y que ahora requieren de posturas monetarias más conservadoras. **Otro** detalló que sólo en los casos donde la inflación se ha conjuntado con distintos desbalances macroeconómicos, y ha habido una mayor elasticidad de las expectativas de inflación a los choques de la pandemia, ha sido necesario retirar los estímulos provistos el año pasado. Adicionalmente, comentó que algunas

estimaciones sugieren que, este ha sido el caso de algunas economías de América Latina, donde alrededor de un tercio de la varianza de la inflación estaría explicada por factores idiosincrásicos y un tercio adicional por las expectativas de inflación.

**Algunos** mencionaron que desde la última reunión los mercados financieros internacionales presentaron cierta volatilidad. **Algunos** señalaron que las tasas de interés, particularmente las de corto plazo, se incrementaron. **Uno** notó que ello refleja, en parte, las presiones inflacionarias recientes. Consideró que los mercados cambiarios y accionarios presentaron un comportamiento mixto y variaciones moderadas en los precios de los activos.

**Algunos** subrayaron que después del anuncio de la Reserva Federal los mercados se vieron favorecidos. Al respecto, **uno** destacó que las tasas de interés de largo plazo de economías avanzadas y emergentes disminuyeron, a pesar del inicio de la reducción del programa de compras de activos de la Reserva Federal. Indicó que las tasas de interés de corto plazo también se ajustaron a la baja, aunque de manera diferenciada, ante las distintas expectativas sobre la trayectoria de política monetaria de cada economía. Añadió que hacia el final del periodo se registró cierta volatilidad por la publicación del dato negativo de inflación en Estados Unidos.

**Otro** comentó que en las economías emergentes los mercados financieros presentaron un comportamiento mixto con un sesgo negativo ante una mayor aversión al riesgo. Agregó que los flujos de capital destinados a activos de renta fija registraron importantes salidas mientras que los destinados a renta variable continuaron presentando entradas. **Uno** añadió que la mayoría de las divisas de estas economías se apreciaron frente al dólar después del anuncio de la Reserva Federal. **Algunos** mencionaron que hacia delante estas economías enfrentarán riesgos derivados de condiciones financieras globales más astringentes, de una posible recomposición de los portafolios de inversión, así como de factores idiosincrásicos.

### **Actividad Económica en México**

**Todos mencionaron que la información oportuna indica que la actividad económica se contrajo en el tercer trimestre y que se mantiene una evolución heterogénea entre sectores. Destacaron que la contracción obedeció al aumento de contagios, las interrupciones persistentes de las cadenas de suministro y el efecto de la nueva regulación en materia de subcontratación laboral sobre los servicios.** **Uno**

señaló que la contracción del PIB en el tercer trimestre fue de 0.2% respecto del trimestre previo, cuando se esperaba un crecimiento de 0.8%. **Otro** comentó que aun sin contabilizar el efecto de la reforma en materia de subcontratación laboral, la economía está enfrentando un proceso de desaceleración significativo. Por su parte, **uno** consideró que el mal desempeño de la actividad económica refleja la fragilidad de la recuperación en México, la cual aún está lejos de completarse.

**En cuanto a la oferta, todos resaltaron la contracción de los servicios en el tercer trimestre, en parte como reflejo de la nueva regulación a la subcontratación laboral. Algunos** especificaron que la nueva regulación implicó una caída en los servicios profesionales. **Uno** agregó que estos representan alrededor del 9% de las actividades terciarias. **Por otro lado, la mayoría mencionó que la producción industrial ha seguido recuperándose, si bien con heterogeneidad entre sus componentes. Comentó que las manufacturas no automotrices han registrado un mejor desempeño, mientras que las automotrices han resentido la escasez de insumos. Uno** precisó que los paros técnicos, debido a la falta de insumos, repercutieron sobre la producción y exportación de vehículos ligeros durante todo el año, y recientemente sobre la de los vehículos pesados. Agregó que, desde una perspectiva de mayor plazo, la producción industrial ha comenzado a estabilizarse en niveles bajos.

**Por el lado de la demanda, todos resaltaron la debilidad del consumo y de las exportaciones automotrices. Algunos** apuntaron que, en contraste, las exportaciones no automotrices siguieron avanzando. **Uno** detalló que en septiembre las exportaciones automotrices se ubicaron 12% por debajo de su nivel de febrero de 2020, mientras que las no automotrices 12% por arriba. **Otro** resaltó que en agosto el consumo registró tres meses consecutivos de contracción a tasa mensual. **Uno** destacó que el consumo de bienes duraderos y semiduraderos ha sido el más afectado. **Otro** resaltó que indicadores adelantados, como el gasto en tarjetas de crédito, ventas al menudeo y la compra de vehículos ligeros, muestran atonía. Agregó que, en contraste, las ventas de la ANTAD y la confianza del consumidor crecieron en el margen. **Algunos** señalaron que las remesas y la masa salarial han aumentado. **Respecto de la inversión, la mayoría mencionó que registró una ligera recuperación desde julio. Uno** puntualizó que ello estuvo apoyado por la construcción. **Otro** mencionó que la inversión ha permanecido prácticamente estancada

en los últimos seis meses y se ubica 15% por debajo de su nivel máximo alcanzado en 2018.

**La mayoría reconoció que, si bien el mercado laboral continúa recuperándose, aún presenta condiciones de debilidad. Uno** destacó que el nivel de empleo formal ya recuperó su nivel observado en enero de 2020. **Otro** notó que la tasa de desocupación ha venido disminuyendo. **Uno** comentó que la tasa de subocupación continúa estancada en un nivel que casi duplica lo observado en tiempos normales y que no muestra señales de mejoría. **Algunos** notaron que la tasa que contempla a los subocupados, desocupados y los inactivos disponibles para trabajar aumentó en septiembre. **Uno** precisó que esta se ubicó en 26.6% de la Población Económicamente Activa (PEA) extendida y **otro** mencionó que se encuentra por encima de los niveles pre-pandemia. **Uno** destacó que la recuperación del mercado laboral sigue siendo desigual en cuanto a género.

**Todos coincidieron en que persisten condiciones de holgura en la economía. Algunos** notaron que incluso durante el tercer trimestre del año la brecha del producto se amplió en el margen. **Uno** precisó que el Indicador Global de la Actividad Económica (IGAE) se ubica 5% debajo de su nivel máximo. **Otro** señaló que, considerando el dato oportuno del PIB del tercer trimestre, la economía se encuentra alrededor de 2.5 puntos porcentuales por debajo de su nivel pre-pandemia. **Algunos** resaltaron que la desviación de la actividad económica con respecto a la tendencia que se hubiera presentado en ausencia de la pandemia es de alrededor de 10%. **Hacia delante, la mayoría señaló que se prevén condiciones de holgura con marcadas diferencias entre sectores. Uno** detalló que, ante la previsión de reactivación económica, se anticipa una reducción en las condiciones de holgura.

**Algunos** indicaron que se espera que la actividad económica retome su recuperación a partir del cuarto trimestre. **Uno** detalló que esta estará impulsada por la demanda externa y la recuperación del gasto interno. Preciso que esto último estaría apoyado por los avances en la vacunación, el aumento en la masa salarial y las remesas. No obstante, destacó que la estimación oportuna del PIB del tercer trimestre implicará una revisión a la baja para el crecimiento de todo el año. **Otro** mencionó que, por la inserción de México en las cadenas globales de valor, los términos de intercambio han comenzado a verse afectados, particularmente mediante las exportaciones no



petroleras no automotrices, lo que implicaría una restricción externa al crecimiento económico. Agregó que probablemente la velocidad de la recuperación económica comenzará a normalizarse hacia el promedio histórico de crecimiento. Estimó que, si la economía crece a su nivel promedio de los últimos 15 años, no sería posible alcanzar antes del 2025 el nivel de actividad que habría en ausencia del COVID-19. **Algunos** señalaron que se mantiene un entorno incierto para la actividad económica. **Uno** comentó que el balance de riesgos para el crecimiento se ha deteriorado y está sesgado a la baja.

### **Inflación en México**

**Todos mencionaron que las presiones inflacionarias globales e internas continúan afectando a las inflaciones general y subyacente. La mayoría afirmó que, en lo que va del año, la inflación ha resentido las disrupciones en las cadenas de producción, los incrementos generalizados en los precios de las materias primas y alimentos, así como el cambio en los patrones de consumo. Uno** señaló que, en cuanto a las presiones externas, el reto es entender la extensión de las disrupciones en las cadenas y costos de producción, dada la expectativa de que la inflación sea menos transitoria y más difícil de revertir. Por su parte, en cuanto a las presiones internas, señaló que se tiene que monitorear la contaminación de estos choques en el proceso de formación de precios. **Otro** añadió el efecto de la reversión a la tendencia en los precios de algunos bienes y servicios. **La mayoría indicó que, debido a la profunda integración económica con Estados Unidos, la mayor inflación en este país ha contribuido al repunte de la inflación en México. Uno** resaltó que lo anterior ha impactado particularmente a los precios de las mercancías alimenticias. Consideró que ello es relevante, ya que en México el ponderador de alimentos es alto en la canasta de consumo, lo que amplía su influencia en las inflaciones general y subyacente.

**Algunos** comentaron que recientemente las presiones inflacionarias se han observado en una variedad de bienes y servicios y que ya no parecen reflejar solamente cambios transitorios en precios relativos. **Uno** señaló que la economía se enfrenta a un fenómeno de aumentos generalizados y sostenidos dado que los precios de la mayoría de los rubros principales muestran incrementos significativos. Puntualizó que se observan incrementos mensuales anualizados en más del 50% de los genéricos del índice general. **Otro** detalló

que, en octubre, más del 75% de los genéricos registraron una inflación mensual anualizada mayor a 3%, mientras que hace un año este porcentaje era de alrededor de 50%. **Uno** apuntó que el 54% de los genéricos de la inflación general tienen una variación anual mayor a 4%, y de estos el 91% tiene una variación de más de 5%. Agregó que se observa algo similar para la inflación subyacente y aun en mayor medida al interior de las mercancías.

**La mayoría destacó que en octubre la inflación general mostró una elevada variación anual, explicada principalmente por un incremento del componente subyacente. Algunos** notaron el elevado nivel de la brecha de inflación. **Uno** agregó que esta es una de las mayores dentro de las economías emergentes. **Otro** subrayó que la inflación anual alcanzó el nivel más elevado durante casi cuatro años, por encima de las previsiones de analistas y del Banco de México. **Uno** afirmó que es muy importante distinguir entre las cifras anuales que incorporan la información de choques acumulados en el pasado de las cifras en el margen, las cuales proporcionan información de la dinámica más reciente. En ese sentido, consideró que las presiones en el margen en las inflaciones general y subyacente disminuyeron entre agosto y septiembre, mientras que en octubre volvió a registrarse cierta presión ante la disminución de contagios y la reactivación del gasto. **Otro** indicó que la inflación mensual de octubre sorprendió al alza y registró el nivel más elevado para un mes de octubre desde 1998. **Uno** señaló que de marzo a la fecha el crecimiento mensual de la inflación ha estado muy por encima de los promedios históricos. Añadió que este incremento sostenido en la inflación se da ante una recuperación incompleta, frágil y difícil. Resaltó que la ampliación de la brecha negativa del producto y las amplias condiciones de holgura no han podido contrarrestar las presiones inflacionarias ocasionadas por la continuación de tantos choques. **Otro** apuntó que el indicador de media trunca para la inflación general es 5.22% y el de la subyacente es 4.69%. Subrayó que en octubre el índice de precios al productor tuvo una variación anual de 8.6%.

**La mayoría destacó que la inflación subyacente se vio afectada considerablemente por mayores presiones en los precios de las mercancías. Uno** resaltó que acumula 11 incrementos mensuales consecutivos. Mencionó que la inflación anual de las mercancías fue la mayor desde 2009, cuando se presentaron depreciaciones cambiarias de hasta 26.9% anual. **Otro** señaló que recientemente la inflación de las mercancías alimenticias aumentó a

niveles cercanos a 8% y la de las no alimenticias cerca de 7%. **Uno** indicó que las presiones en las mercancías alimenticias han comenzado a ceder, en línea con la estabilidad observada en los precios internacionales de las materias primas alimenticias. Añadió que las mercancías no alimenticias continúan estando presionadas en el margen, en congruencia con las restricciones de oferta y con el cambio en los patrones de consumo. **La mayoría mencionó el alza reciente en la inflación de servicios. Uno** estimó que los precios de estos han continuado con un proceso de reversión a la tendencia, lo cual responde al declive en los contagios. Agregó que la inflación bienal anualizada de servicios se mantuvo en 3%, por lo que no parece existir un choque nuevo o una fuente adicional de presiones en este componente. **Otro** destacó que la inflación de los servicios distintos a educación y vivienda supera el 5%. Afirmó que, a pesar de las condiciones de holgura de la economía, la inflación subyacente fundamental muestra una fuerte tendencia al alza.

**Algunos** mencionaron que la inflación no subyacente también ha enfrentado presiones. **Uno** notó que las mayores sorpresas de la inflación respecto de las previsiones del Banco de México se han concentrado en este componente, principalmente por el lado de los energéticos y algunos productos pecuarios. **Otro** indicó que los precios de los energéticos siguieron estables en el margen, mientras que se registraron ciertas presiones en el componente de agropecuarios, si bien consideró que estas suelen corregirse en un periodo relativamente corto.

**La mayoría señaló que las expectativas de las inflaciones general y subyacente para 2021, los próximos 12 meses y el cierre de 2022 volvieron a incrementarse, mientras que las de mayor plazo se han mantenido estables en niveles superiores a 3%. Uno** puntualizó que las expectativas para 2022 están muy cercanas al límite superior del intervalo de variabilidad. Añadió que, si bien las expectativas para 2023 en adelante no se han deteriorado, no se puede suponer que la divergencia entre las expectativas de corto y largo plazos perdure ante la prolongación de la burbuja actual y la dificultad en combatirla. **Otro** sostuvo que los niveles de inflación creciente observados al menos durante los últimos 11 meses han propiciado efectos de segundo orden y están contaminando las expectativas de corto plazo y que han comenzado a afectar a las de mediano plazo. **Uno** apuntó que las expectativas de inflación extraídas de instrumentos de mercado para el corto plazo se han deteriorado. **Otro** comentó que las de seis a diez años han

continuado ancladas alrededor de 3%. **Algunos** mencionaron que las expectativas implícitas en bonos de mediano y largo plazos se han incrementado. **Uno** indicó que la compensación por inflación y riesgo inflacionario implícita en bonos a diez años acumula un aumento de más de 100 puntos base en el año, mientras que la prima por riesgo inflacionario se ubicó por encima del pico observado en enero de 2017.

**La mayoría señaló que los pronósticos de las inflaciones general y subyacente se revisaron al alza, especialmente los de corto plazo. Algunos** mencionaron que ello obedeció a presiones inflacionarias adicionales. **Uno** comentó que se prevé una inflación alta en noviembre como resultado de la baja base de comparación del año pasado, atribuible, entre otras cosas, a un programa de descuentos más prolongado en 2020. **Algunos** notaron que la inflación general al cierre de este año alcanzaría su máximo nivel en 20 años. Agregaron que la subyacente podría ubicarse alrededor de 6%. **Uno** destacó que esta última sería la cifra más elevada desde el cuarto trimestre de 2001. **Otro** apuntó que se prevé que las inflaciones general y subyacente disminuyan en mayor medida a partir de un año. Añadió que la velocidad de convergencia de la inflación ha mostrado ser incierta y que las expectativas de inflación serán clave para configurar dicha tendencia. **Uno** observó que, pese a que la brecha negativa de producto prevalecerá durante la mayor parte de 2022, no se espera que esto contrarreste las presiones en precios. Agregó que, a pesar de que la presión fiscal en México es menor que en otros países, ello tampoco aliviará las presiones en los precios internos provenientes de la oferta y de fuentes externas.

**La mayoría resaltó que los choques que han incidido en la inflación son principalmente transitorios. Uno** afirmó que estos deberían comenzar a desvanecerse a medida que se avance en el control sanitario. Añadió que, si bien ha sido difícil estimar su duración y profundidad, se espera una reducción de estos hacia la segunda mitad de 2022. Agregó que las expectativas de mediano y largo plazos siguen ancladas, lo que es consistente con la transitoriedad de las presiones. Indicó que hay indicios de que algunos componentes de la inflación han comenzado a ceder. **Otro** notó que al inicio de este año las presiones se asociaron a efectos base, a cambios en los patrones de consumo y a un ajuste de precios relativos como consecuencia de un choque de oferta que tenía la característica de ser asimétrico. Agregó que a mediados de año se añadieron la reapertura, la recuperación de los



precios de servicios, las tensiones en los energéticos y la persistencia en la inflación de mercancías. Apuntó que en septiembre se presentaron alzas adicionales en los precios de las mercancías alimenticias por una mayor inflación importada, afectando a las inflaciones general y subyacente por la importancia de los alimentos en la canasta de consumo. Así, el número de choques se incrementó en la segunda mitad del año, principalmente por efectos de oferta que no tienen efectos permanentes. **Uno** consideró que, a pesar de que se plantea que las presiones actuales son resultado fundamentalmente de choques de oferta que se revertirán conforme se normalicen las operaciones de las cadenas globales de producción, dicho argumento no toma en cuenta que estas también son consecuencia de una expansión de la demanda debido a los estímulos globales y a una recomposición del gasto que podría tener efectos más permanentes. Agregó que sin la intervención de las autoridades monetarias la interacción de estos dos fenómenos podría llevar a que la inflación se ubique en un nivel de equilibrio superior al que tenía antes de la pandemia. **Otro** indicó que el debate sobre la temporalidad de las presiones sobre la inflación es irrelevante dado que, a diferencia del choque de precios de energéticos en 2017, el episodio inflacionario actual es resultado de un cúmulo de choques continuos que comenzaron antes de la pandemia y cuyos efectos trascenderán a esta. Por ello comentó que la discusión debería centrarse en la duración y persistencia de la inflación elevada. **Uno** señaló que, si bien se prevé que los efectos de las presiones inflacionarias sean transitorios, prevalecen riesgos considerables para la formación de precios a nivel global, y su posible influencia en la inflación en México, debido a que persiste la incertidumbre sobre la duración de los choques. Ello aunado a que dichas presiones han afectado a los precios de un amplio rango de productos en una magnitud significativa.

**Entre los riesgos al alza para la inflación, la mayoría destacó las presiones inflacionarias externas, las presiones de costos, y los aumentos de precios de agropecuarios y de energéticos. Algunos** añadieron la persistencia de la inflación subyacente en niveles elevados y una depreciación cambiaria. **Algunos** mencionaron el riesgo de un deterioro en las expectativas de inflación de mediano y largo plazos. **Uno** agregó como presiones inflacionarias externas a los incrementos salariales en Estados Unidos. Resaltó el riesgo de una menor holgura y de un reajuste en los precios relativos de los servicios como consecuencia de la reapertura económica. **Otro**

opinó que aumentó la probabilidad de que las presiones inflacionarias en el país y a nivel global sean más persistentes de lo anticipado. Entre los riesgos a la baja, **algunos** apuntaron la ampliación de la brecha negativa del producto, mayores medidas de distanciamiento social y una apreciación cambiaria. **La mayoría consideró que el balance de riesgos para la inflación en el horizonte de pronóstico se deterioró respecto de la última decisión y que está sesgado al alza.**

### **Entorno Macrofinanciero**

**La mayoría notó que el peso mexicano presentó volatilidad y cierta depreciación. Uno** comentó que ello se debió a una mayor aversión al riesgo. No obstante, agregó que se registraron mejores condiciones de operación en el mercado cambiario. **Otro** consideró que los mercados financieros se vieron favorecidos por la decisión más reciente de la Reserva Federal. **La mayoría indicó que las tasas de interés de corto plazo aumentaron y las de mayor plazo estuvieron influidas por condiciones externas. Detalló que se observó un aplanamiento de la curva de rendimientos. Algunos** mencionaron que ello se debió a la expectativa de mayores incrementos en la tasa de referencia. **Uno** señaló que, si la normalización monetaria en Estados Unidos comienza antes de lo previsto, podrían observarse episodios de volatilidad que generen presiones cambiarias o ampliaciones en los diferenciales en la curva de rendimientos con respecto a las tasas gubernamentales externas. **La mayoría apuntó que el mercado accionario mexicano registró ganancias. Algunos** notaron que los indicadores de riesgo soberano se mantuvieron prácticamente sin cambios. **Uno** puntualizó que los de Pemex disminuyeron, en línea con los de otras petroleras del mundo, si bien continúan siendo de los más elevados entre esas empresas.

**Algunos** señalaron los mejores fundamentos macroeconómicos de México en comparación con otras economías similares, destacando la disciplina fiscal. **Uno** destacó que el paquete económico propuesto para 2022 mantiene un equilibrio fiscal responsable. Sin embargo, añadió que las finanzas públicas pueden verse afectadas en caso de que persista la atonía en la inversión ante el deterioro en el clima de negocios, ante los efectos de iniciativas legislativas, como la que busca la reorganización del sector eléctrico, o ante la posible necesidad de destinar recursos presupuestales adicionales a Pemex. Indicó que es indispensable que se atiendan los factores que inciden en las decisiones de

inversión necesarias para generar un crecimiento incluyente y sostenido.

**La mayoría señaló que continuó el débil desempeño del financiamiento al sector privado.** **Algunos** resaltaron la caída en el crédito al consumo y a empresas. **Uno** comentó que la contracción en el crédito continúa debido a factores más allá de la política monetaria, como la renuencia a invertir por parte de los inversionistas. **Otro** detalló que el crédito a PyMEs permanece cerca de 12% por debajo del nivel pre-pandemia y con tasas de crecimiento anuales negativas. **Uno** agregó que solo el hipotecario continuó creciendo, y destacó que el índice de morosidad ajustado para la cartera de consumo, vivienda y empresarial siguió disminuyendo. **Algunos** notaron que las fuentes internas de recursos fueron superiores a los niveles registrados antes de la pandemia. **Algunos** indicaron que las fuentes externas de financiamiento se han vuelto negativas. **Uno** apuntó que las condiciones de financiamiento son las más estrechas de las que se tiene registro y que, si bien se prevé una recuperación de la demanda por crédito, esta sigue estando por debajo de los niveles observados incluso en la crisis financiera global. **Otro** resaltó el incremento reciente en las tasas de interés, especialmente en los créditos a las empresas más pequeñas.

### **Política Monetaria**

**La mayoría considera que los choques que han incidido en la inflación son principalmente de naturaleza transitoria. No obstante, el horizonte en el que podrían afectarla es incierto, han impactado a un amplio tipo de productos y su magnitud ha sido considerable, aumentando los riesgos para la formación de precios y las expectativas de inflación. Por ello consideró necesario seguir reforzando la postura monetaria, ajustándola a la trayectoria que se requiere para que la inflación converja a su meta de 3% dentro del horizonte de pronóstico. Decidió aumentar en 25 puntos base el objetivo para la Tasa de Interés Interbancaria a un día a un nivel de 5.00%. Destacó que en las siguientes decisiones de política monetaria evaluará estrechamente el comportamiento de las presiones inflacionarias, así como el de todos los factores que inciden en la trayectoria prevista para la inflación y en sus expectativas. Ello con el objetivo de adoptar una tasa de referencia que sea en todo momento congruente con la trayectoria que se requiere para propiciar tanto la convergencia ordenada y sostenida de la**

**inflación, como un ajuste adecuado de la economía y de los mercados financieros.**

**Un miembro** sostuvo que incrementos continuos de la tasa de referencia no van a detener las presiones provenientes de cambios en patrones de consumo o de restricciones de oferta. Consideró que estas últimas incluso podrían agravarse debido al impacto de mayores tasas sobre el crédito, la creación de empresas y, por ende, sobre la planta productiva, lo que al final produciría mayor inflación, no menor. Agregó que dichos incrementos tienen un impacto negativo sobre el consumo, la inversión, el crédito, las finanzas públicas y los mercados financieros, por lo que no solo son ineficaces, sino también ineficientes. Añadió que, ante la fragilidad de la recuperación, una mayor restricción monetaria podría afectar el bienestar de las personas. Opinó que el objetivo buscado con los aumentos de tasa no ha sido alcanzado, pues de junio a la fecha las expectativas de inflación para cierre de año y para 2022 no han dejado de subir. Consideró que, ante un contexto económico inédito, no debe actuarse de manera mecánica, sino ser más reflexivos y cautelosos. Destacó que, al igual que en México, la inflación en muchas economías ha superado los pronósticos de sus bancos centrales, pero la mayoría de estos han continuado otorgando un estímulo monetario, reconociendo la incapacidad de las herramientas disponibles para combatir las actuales presiones. Enfatizó que el origen de la inflación en México es el mismo que en otros países, sin embargo, México se distingue por su disciplina fiscal, lo que ha liberado presiones sobre la prima de riesgo soberano y el tipo de cambio. Argumentó que ello debería permitirle al Banco de México implementar una política monetaria menos restrictiva que la de otras economías emergentes, lo que no ha ocurrido. Sostuvo que las condiciones en los mercados globales y la continuación de las posturas acomodaticias de los principales bancos centrales han abierto un espacio para ser pacientes. Ante la perspectiva de que la Reserva Federal no inicie su normalización de tasas antes del segundo semestre de 2022, consideró que adelantarse en el proceso propio de normalización, reduciría el espacio futuro para posibles ajustes en la tasa de interés, lo que podría conducirnos a una posición restrictiva innecesaria en un horizonte cercano. Consideró que la comunicación con el público debe jugar un papel más importante para explicar con detalle los factores que dan origen a la inflación.

**Otro miembro** señaló que es necesario actuar decididamente y con responsabilidad, por lo que las acciones de política monetaria deben ser graduales

no solo en magnitud sino también en espacio de tiempo. Argumentó que ello permitirá conducir de manera más efectiva la política monetaria ante lo inédito de las circunstancias; y apoyará a mantener ancladas las expectativas, al conducir la tasa de referencia mediante una trayectoria gradual que permita cumplir con el mandato prioritario en el horizonte en el que opera la política monetaria. Señaló que han continuado presiones inflacionarias asociadas a la pandemia, y que si bien estas no pueden durar de manera indefinida, han mostrado tener mayor persistencia. No obstante, comentó que hay elementos que permiten actuar con prudencia y cautela, en particular que la economía nacional, al compararse con otras similares, tiene mejores balances macroeconómicos, una posición sólida de reservas internacionales, balances fiscales más equilibrados y una tasa real ex-ante más alta. Además, agregó que dado el colapso de las condiciones de demanda de fondos prestables y la relativa estabilidad que han mostrado las fuentes totales de financiamiento de la economía, el rango estimado para la tasa neutral pudo haber descendido. Añadió que, si bien existe una incertidumbre importante en su estimación, particularmente en el entorno atípico actual, las condiciones descritas pueden sugerir este declive. Expresó que es importante continuar utilizando la comunicación como herramienta, pues bien implementada ayudará a prevenir sobrereacciones en los mercados ante las decisiones de política monetaria, toda vez que prevalece una elevada incertidumbre sobre la magnitud y persistencia de los efectos de la pandemia sobre la economía. Reflexionó qué las expectativas de inflación han mostrado ser más sensibles a los cambios de narrativa que han acompañado a las decisiones, que a los aumentos de la tasa, por lo que respuestas mecánicas de la postura monetaria pueden no tener las mismas implicaciones que en los ciclos anteriores. Tomando en cuenta todo lo anterior, enfatizó que, por esta ocasión, considera necesario proseguir con el reforzamiento monetario.

**Un miembro** mencionó que debe analizarse si el enfoque gradual del ajuste monetario es el adecuado, considerando su rezago y efecto en la inflación, vía el canal de expectativas. Enfatizó que la discusión debería enfocarse en la persistencia de la inflación elevada, especialmente de la subyacente, para determinar si la convergencia al objetivo necesitará una mayor astringencia monetaria, tanto en monto como en tiempo. Opinó que no actuar ante un incremento significativo de la inflación pone en riesgo el anclaje de las expectativas y la credibilidad, lo cual no solo

dificultaría lograr el objetivo, sino que conllevaría la ampliación de los efectos negativos de los choques. Por ello, los incrementos en la inflación deberán ser correspondidos con ajustes proporcionales en la postura monetaria. Señaló que se deben evaluar los márgenes disponibles para ir más allá de la neutralidad monetaria y que debe calibrarse la frontera entre el rango neutral y el restrictivo de la tasa de referencia. Argumentó que la postura monetaria relativa tendrá un mayor peso en la toma de decisiones dado que las fuentes de recursos financieros externos se han vuelto negativas y los flujos de capitales son más sensibles a los diferenciales de tasas. Destacó que el ritmo de ajuste monetario se debe transmitir efectivamente a lo largo de la curva de rendimientos para que las expectativas inflacionarias converjan al objetivo, pero evitando sobrereacciones en los mercados financieros. Por ello, sostuvo que un eventual incremento en la velocidad de ajuste tiene que ser de una duración determinada para descartar un ciclo agresivo y prolongado, que ante los cambios esperados en la tasa de referencia de la Reserva Federal el próximo año, lleve a una postura demasiado restrictiva ante una recuperación económica débil. Aseguró que una comunicación clara, transparente y oportuna sobre la intención de las acciones de política monetaria genera mayor credibilidad, fortalece los mecanismos de transmisión y aumenta su efectividad. Mencionó que dado que la trayectoria pronosticada de una inflación convergente requiere continuar con un ciclo de alzas de tasa, la guía futura debe ser más explícita sobre dichos ajustes. Por ello, se debe evaluar la conveniencia de divulgar en cada anuncio de política monetaria la trayectoria prevista para la tasa de política monetaria consistente con la proyección de inflación para los siguientes ocho trimestres, como lo hacen muchos bancos centrales. Agregó que otra opción, aunque menos completa, sería dar a conocer el promedio de la tasa de política monetaria para el horizonte en cuestión. Finalmente, enfatizó que ante el escenario actual la comunicación por sí sola no funciona, pues la base para un régimen creíble es una respuesta firme, preventiva y consistente ante las presiones inflacionarias.

**Otro miembro** consideró que, ante la evolución de la inflación y sus expectativas, y la posibilidad de mayor persistencia en las presiones inflacionarias, el Banco Central debe actuar de manera clara y contundente, para contener afectaciones en el proceso de formación de precios que provoquen el desanclaje de las expectativas de mediano y largo plazos. Opinó que los bancos centrales deben evitar acomodar las mayores expectativas de inflación

prolongando indebidamente los estímulos monetarios. Argumentó que no actuar ahora podría llevar a que la inflación se ubique en un nivel de equilibrio superior al anterior. Opinó que el principal reto es evaluar el ritmo apropiado para el retiro del estímulo monetario que asegure la convergencia de la inflación a la meta de 3% y mantenga el anclaje de las expectativas. Argumentó que con base en la información disponible y en la trayectoria prevista para la inflación, el estímulo monetario debería reducirse en 50 puntos base. No obstante, destacó que acelerar el ritmo en un entorno de elevada incertidumbre podría tener efectos no deseados en los mercados. Preciso que, dado el alto nivel de incertidumbre, mantener un enfoque gradual como el que se ha instrumentado permite realizar los ajustes de manera oportuna y prudente a fin de asegurar la convergencia ordenada a la meta de inflación. Sin embargo, reconoció que, si bien la estrategia implementada mantiene la gradualidad, también incrementa el riesgo de tener que realizar un ajuste discreto mayor en las decisiones futuras. Comentó que la postura monetaria es consistente con una tasa real ex-ante de alrededor de 1.5%, en terreno acomodaticio y por debajo de la tasa neutral estimada de 2.6%. Resaltó que ello ofrece margen para realizar los ajustes necesarios y suficientes. Sobre el comunicado de política monetaria, opinó que debe enfatizar los choques adicionales y las razones del deterioro en el balance de riesgos para la inflación, así como señalar que el objetivo de la decisión es impedir que se fortalezcan los efectos de segundo orden. Argumentó que ello permitirá ubicarse en una mejor posición para hacer frente con flexibilidad a riesgos adicionales.

**Un miembro** consideró que la pandemia ha implicado un reto singular para la actividad económica y la inflación. En 2021 la inflación ha registrado múltiples choques, convirtiéndose en un reto global y nacional. Destacó que los pronósticos de inflación general y subyacente se han incrementado significativamente en repetidas ocasiones a lo largo del año, y una vez más en esta ocasión, y que ello ha sido en respuesta a las presiones inflacionarias adicionales. Argumentó que lo anterior apunta a la necesidad de seguir adoptando una trayectoria para el objetivo de tasas de interés que refuerce la postura monetaria. Agregó que considerando la simultaneidad y la magnitud de los choques que han afectado a la inflación general y subyacente y los altos niveles que han alcanzado, así como lo incierto del horizonte en el que podrían incidir sobre la inflación, es necesario reforzar la postura de política monetaria y que la tasa de

referencia sea en todo momento congruente con una tendencia decreciente de la inflación hacia la meta de 3% en el horizonte de pronóstico. Opinó que esta estrategia de respuesta de la política monetaria es necesaria para mantener ancladas las expectativas de inflación, inducir condiciones ordenadas en el mercado cambiario y contener las primas de riesgo en los instrumentos de renta fija. Añadió que México enfrenta importantes presiones inflacionarias externas y próximamente los efectos de mayores restricciones financieras globales. Comentó que aquellas economías, como México, que complementan su ahorro interno con fuentes externas deben mantener una postura macroeconómica sólida. En este sentido, consideró que la política monetaria debe contribuir a mantener la inflación alrededor de su meta, propiciando un ajuste ordenado de la economía, del mercado cambiario y de la curva de rendimientos, evitando salidas de capital. Argumentó que tolerar niveles de inflación elevados y muy superiores a la meta sin seguir reforzando la postura monetaria, afectaría la formación de precios y propiciaría un deterioro significativo en los mercados financieros nacionales, complicando y encareciendo aún más la convergencia de la inflación hacia su meta y poniendo en riesgo la credibilidad que tanto ha costado ganar. Finalmente, ante el panorama complejo para la inflación, enfatizó que el Banco de México debe reforzar su compromiso con el cumplimiento de su mandato constitucional de proteger el poder adquisitivo de la moneda nacional.

### 3. DECISIÓN DE POLÍTICA MONETARIA

Se considera que los choques que han incidido en la inflación son principalmente transitorios. No obstante, el horizonte en el que podrían afectarla es incierto, han impactado a un amplio tipo de productos y su magnitud ha sido considerable, aumentando los riesgos para la formación de precios y las expectativas de inflación. Por ello se consideró necesario seguir reforzando la postura monetaria, ajustándola a la trayectoria que se requiere para que la inflación converja a su meta de 3% dentro del horizonte de pronóstico. La Junta de Gobierno decidió aumentar en 25 puntos base el objetivo para la Tasa de Interés Interbancaria a un día a un nivel de 5.00%.

En las siguientes decisiones de política monetaria la Junta de Gobierno evaluará estrechamente el comportamiento de las presiones inflacionarias, así como el de todos los factores que inciden en la

trayectoria prevista para la inflación y en sus expectativas. Ello con el objetivo de adoptar una tasa de referencia que sea en todo momento congruente con la trayectoria que se requiere para propiciar tanto la convergencia ordenada y sostenida de la inflación general a la meta de 3% en el plazo en el que opera la política monetaria, como un ajuste adecuado de la economía y de los mercados financieros.

#### **4. VOTACIÓN**

Alejandro Díaz de León Carrillo, Galia Borja Gómez, Irene Espinosa Cantellano, y Jonathan Ernest Heath Constable votaron a favor de aumentar el objetivo para la Tasa de Interés Interbancaria a un día en 25 puntos base a un nivel de 5.00%. Gerardo Esquivel Hernández votó a favor de mantener el objetivo para la Tasa de Interés Interbancaria a un día en 4.75%.

#### **5. OPINIONES/VOTOS DISIDENTES**

**Voto.** Gerardo Esquivel Hernández

El contexto económico actual es inédito, lo que llama a no responder de manera mecánica. Muchos

bancos centrales enfrentan presiones inflacionarias, pero la mayoría ha optado por mantener el estímulo monetario reconociendo la incapacidad de las herramientas disponibles para combatirlas. Dado que su origen es global, el proceso inflacionario es similar en diversas economías. Empero, México se distingue de otros países por haber conservado la disciplina fiscal, lo que libera presiones sobre el tipo de cambio y la prima de riesgo soberano. Este balance macroeconómico nos da un espacio que otras economías emergentes no tienen y que no ha sido utilizado. Además, la postura de la Reserva Federal se mantendrá acomodaticia por un periodo prolongado. Por ello, adelantarse demasiado en nuestro propio proceso de normalización de tasas podría reducir el espacio futuro y podría conducirnos a una posición restrictiva innecesaria en un horizonte cercano. Además de inefectivos e ineficientes, los aumentos de tasas también podrían ser contraproducentes. De junio a la fecha, las expectativas de inflación de corto plazo no han dejado de subir, por lo que el objetivo buscado con los aumentos de tasas no ha sido alcanzado.



## 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

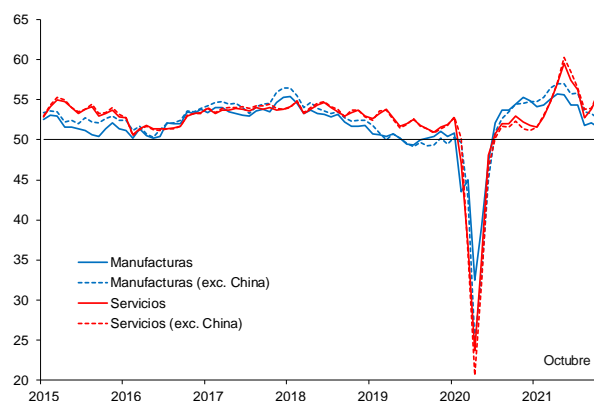
La actividad económica mundial continuó recuperándose durante el tercer trimestre de este año, aunque a un ritmo menor y con heterogeneidad entre países por la evolución de la pandemia y los estímulos al gasto. La producción industrial global y el comercio internacional se moderaron significativamente después de haber alcanzado en meses previos niveles históricamente elevados, con contracciones en algunos sectores afectados por la intensificación de los cuellos de botella en las cadenas globales de suministro. Por su parte, el sector de servicios también tuvo una moderación en su ritmo de recuperación durante la mayor parte del trimestre (Gráfica 1) por el aumento de casos de COVID-19, si bien en octubre mostró un desempeño más dinámico. La inflación global siguió aumentando, presionada por los cuellos de botella en la producción, por los estímulos al gasto y su recomposición hacia las mercancías, por el incremento en los precios de alimentos y energéticos, así como por la reapertura en algunos servicios. En la mayoría de las principales economías, tanto avanzadas como emergentes, la inflación se ubicó por encima de los objetivos de sus bancos centrales.

En este contexto, la mayoría de los bancos centrales de las principales economías avanzadas han empezado a dar indicios de una reducción gradual del estímulo monetario. Por su parte, en las economías emergentes, un gran número de las autoridades monetarias han reducido el estímulo monetario con alzas en sus tasas de interés de política. En este entorno, los mercados financieros registraron, en general, un comportamiento favorable, si bien con cierta volatilidad en las tasas de interés de bonos gubernamentales.

Entre los riesgos globales destacan los asociados a la pandemia, las presiones inflacionarias y los ajustes a las condiciones monetarias y financieras. Destaca la posibilidad de que las interrupciones en las cadenas de suministro se prolonguen más de lo previsto. Asimismo, aunque se anticipa que algunos de los factores que han impulsado la inflación global sean en buena medida transitorios, no puede descartarse que algunos de ellos, como los cuellos de botella en la producción, resulten en un comportamiento más persistente de la inflación en niveles elevados, lo que en un entorno de recuperación podría derivar en un apretamiento más acelerado de la política monetaria y generar nuevos episodios de volatilidad en los mercados financieros.

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

Índice de difusión, a. e.



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

En Estados Unidos, en el tercer trimestre de 2021 la actividad económica moderó su dinamismo al crecer 0.5% a tasa trimestral y ajustada por estacionalidad, luego de registrar un crecimiento de 1.6% el trimestre previo (Gráfica 2).<sup>1</sup> Ello se dio en el marco de la reducción de algunos estímulos fiscales, como los pagos complementarios del seguro de desempleo, del incremento en el número de casos de COVID-19, particularmente en la primera mitad del trimestre, y de múltiples cuellos de botella en la producción y comercio de bienes. Lo anterior se reflejó en una moderación del consumo privado y en una contribución negativa de las exportaciones netas. A su vez, la acumulación de inventarios y la

<sup>1</sup> Expresado como tasa trimestral anualizada ajustada por estacionalidad, el crecimiento del PIB de Estados Unidos en el segundo trimestre de 2021 fue de 6.7% y en el tercer trimestre de 2.0%.

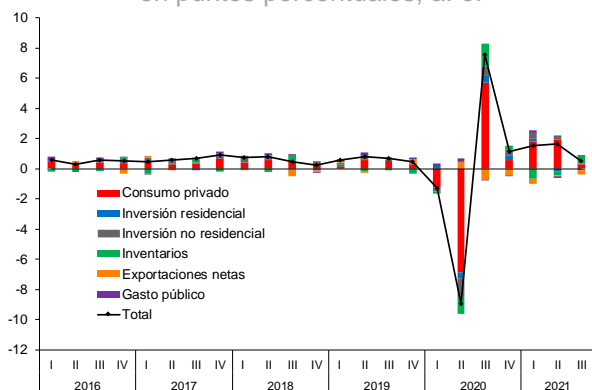


inversión de negocios contribuyeron en gran medida al crecimiento en el tercer trimestre del año.

La producción industrial de Estados Unidos se contrajo 1.3% a tasa mensual en septiembre, luego de crecer 0.1% en agosto. Lo anterior como reflejo de una caída generalizada de sus principales sectores. En particular, la actividad manufacturera se contrajo como consecuencia de las continuas afectaciones a la producción automotriz derivadas de la escasez de semiconductores. Por su parte, la caída en la generación de gas y electricidad se debió a la normalización de la demanda por aire acondicionado, luego del repunte generado por las condiciones climáticas más cálidas a las usuales durante agosto. El índice de gerentes de compras del sector manufacturero sugiere que la recuperación gradual de este sector seguirá estando afectada por la persistencia de cuellos de botella.

**Gráfica 2**  
**EUA: PIB Real y Componentes**

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



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

El mercado laboral en Estados Unidos siguió recuperándose durante octubre. En particular, la generación de empleo en el sector privado mostró un repunte, luego de la normalización de algunos servicios que habían sido afectados por el incremento en contagios de COVID-19 durante los meses previos. La nómina no agrícola aumentó en 531 mil plazas en octubre, después de expandirse en 314 mil plazas en septiembre. La recuperación del empleo se dio particularmente en sectores como los de ocio y hospitalidad, servicios profesionales y

de negocios, transporte y almacenamiento y el manufacturero. El nivel de empleo se ubicó aún 4.2 millones por debajo del registrado antes de la pandemia. A su vez, la tasa de desempleo disminuyó de 4.8% en septiembre a 4.6% en octubre.

En la zona del euro, a pesar de las afectaciones a las cadenas productivas y del repunte de contagios, la actividad económica se aceleró en el tercer trimestre de 2021, al aumentar 2.2% a tasa trimestral y ajustada por estacionalidad, luego de expandirse 2.1% en el segundo trimestre.<sup>2</sup> Dicho aumento reflejó un crecimiento generalizado de las economías de la región. La información disponible sugiere que la actividad económica estuvo impulsada por las ventas internas. En cuanto al mercado laboral, la tasa de desempleo disminuyó de 7.5% en agosto a 7.4% en septiembre. Por su parte, los índices de gerentes de compras sugieren que el ritmo de recuperación de la actividad económica seguirá siendo afectado por las disrupciones en las cadenas globales de suministro provocadas por la pandemia.

En el Reino Unido, los indicadores disponibles apuntan a una sostenida recuperación de la actividad económica en el tercer trimestre de 2021, aunque a un ritmo menor al observado durante el segundo, en el que se registró un aumento de 5.5% a tasa trimestral ajustada por estacionalidad.<sup>3</sup> Esta moderación reflejó el repunte en el número de contagios de COVID-19, el efecto negativo de la escasez de suministros y del incremento de los precios del gas natural sobre la actividad económica. Respecto al mercado laboral, la tasa de desempleo disminuyó de 4.6% en julio a 4.5% en agosto. Los índices de gerentes de compras sugieren que la recuperación de la actividad manufacturera y de servicios será gradual.

En Japón, la información disponible sugiere que la actividad económica se desaceleró ante la implementación de un estado de emergencia durante prácticamente todo el tercer trimestre por el agravamiento de la pandemia.<sup>4</sup> La producción y las exportaciones, principalmente de automóviles, continuaron siendo afectadas durante el periodo por la persistencia de cuellos de botella y la escasez de semiconductores. Por su parte, la tasa de

<sup>2</sup> Expresado como tasa trimestral anualizada ajustada por estacionalidad, la variación del PIB de la zona del euro fue de 8.7% en el segundo trimestre y 9.1% en el tercero.

<sup>3</sup> Expresado como tasa trimestral anualizada y ajustada por estacionalidad, la variación del PIB del Reino Unido fue de 23.9% en el segundo trimestre de 2021.

<sup>4</sup> Expresado como tasa trimestral anualizada y ajustada por estacionalidad, la variación del PIB de Japón fue de 1.9% en el segundo trimestre de 2021.

desempleo se mantuvo sin cambio en agosto en un nivel de 2.8%. Los índices de gerentes de compras sugieren que la actividad en el sector de servicios se aceleraría a principios del cuarto trimestre del año ante el levantamiento del estado de emergencia, mientras que la actividad manufacturera continuaría con una recuperación gradual.

En las principales economías emergentes, el crecimiento ha sido heterogéneo entre regiones y países, en función de la evolución de la pandemia y de la exposición de cada país a las afectaciones a las cadenas globales de suministro. En América Latina, los indicadores reflejan una recuperación de la actividad económica en la mayoría de los países que se puede asociar con la normalización gradual de las actividades productivas. En Asia Emergente, el comportamiento de la actividad económica ha sido mixto. En China los indicadores oportunos apuntan a una desaceleración de la actividad debido, principalmente, al retiro gradual de algunas medidas de estímulo económico y a la imposición de nuevas restricciones por COVID-19 en algunas regiones. En Europa Emergente, los indicadores disponibles sugieren un crecimiento robusto del PIB en la mayoría de las economías, ante los avances en los procesos de vacunación y la normalización de actividades.

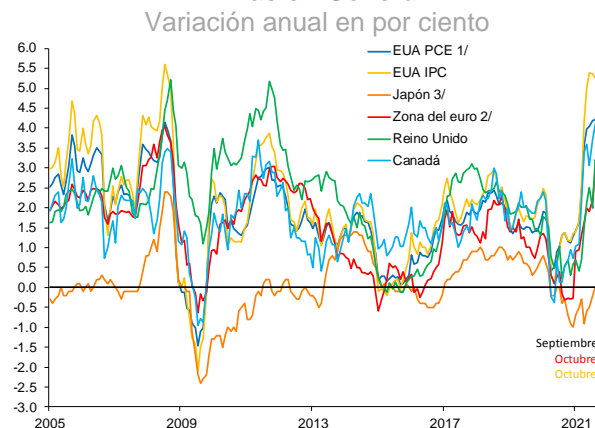
Los precios internacionales de las materias primas registraron, en general, un comportamiento al alza desde la última decisión de política monetaria en México. Los precios del petróleo alcanzaron su nivel más alto desde hace más de siete años, impulsados por una mayor demanda a nivel mundial, en un entorno de restricciones de oferta a causa de los recortes a la producción de crudo vigentes por parte de los miembros de la Organización de Países Exportadores de Petróleo (OPEP) y otros productores. Los precios del gas natural aumentaron durante gran parte del periodo de análisis ante el fuerte incremento en la demanda y los bajos niveles de inventarios, a su vez derivados de una producción menor a la esperada como resultado de los cierres no planeados en plantas exportadoras de gas natural en varios países, de una mayor demanda de Asia y América Latina, y de una menor inversión en el sector, a lo cual han contribuido los mayores incentivos para promover el uso de energía renovables. No obstante, recientemente los precios del gas han disminuido debido a mayores exportaciones por parte de grandes productores como Rusia. Por su parte, los precios de los metales industriales mostraron, en general, una tendencia al alza ante la preocupación de que la producción de estos metales se vea afectada por los elevados

precios de los combustibles, mientras que las disrupciones en las cadenas globales de suministro y transporte ocasionaron una moderación de la producción industrial y presionaron a la baja el precio de algunos metales, como el hierro. Los precios de la mayoría de los granos mostraron una tendencia al alza derivada de afectaciones en la cosecha ante fuertes lluvias en importantes regiones productoras.

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

La inflación a nivel mundial continuó aumentando, si bien con heterogeneidad entre países, presionada por los cuellos de botella en las cadenas productivas, por los estímulos al gasto y su recomposición hacia mercancías, por el incremento en los precios de los alimentos y de los energéticos, así como por los efectos de la reapertura en algunos servicios. El aumento de la inflación general en la mayoría de las principales economías avanzadas la continuó ubicando por encima de los objetivos de sus bancos centrales, con excepción de Japón (Gráfica 3). En este contexto, las expectativas de inflación de corto plazo provenientes de encuestas siguieron aumentando para la mayoría de las economías avanzadas, al tiempo que aquellas de mayor plazo derivadas de instrumentos financieros mostraron incrementos más moderados.

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



1/ Se emplea el deflactor del gasto en consumo personal.

2/ Cifras preliminares para octubre.

3/ Excluye alimentos frescos. Esta serie no excluye el efecto del incremento del impuesto al consumo en mayo de 2014 y octubre de 2019, ni el efecto del programa de guardería y educación preescolar gratuita en octubre de 2019.

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

En la mayoría de las principales economías emergentes la inflación continuó aumentando, como resultado de los mismos factores que afectaron a la inflación en las economías avanzadas. En algunos casos, tales como los de Brasil, Perú y Chile, también influyó la depreciación de sus tipos de cambios. En la mayoría de estas economías, con la excepción de algunas de la región asiática, la inflación se mantuvo por encima del objetivo de sus bancos centrales. Si bien se anticipa que los factores que la han impulsado al alza sean transitorios, no puede descartarse un escenario de inflación más persistente.

En este entorno, la Reserva Federal de Estados Unidos anunció la reducción en el ritmo de su programa de compra de activos; el Banco Central Europeo anunció una moderada reducción en el ritmo de compras bajo su programa de compra de activos de la pandemia (*PEPP*), si bien mantuvo sin cambio el monto total que alcanzará el mismo; y, el Banco de Canadá decidió finalizar su programa de compras de activos e iniciar la fase de reinversión en la cual comprará activos únicamente para mantener sus tenencias de bonos gubernamentales constantes. Por otro lado, el banco central de Nueva Zelanda anunció el primer incremento desde el inicio de la pandemia de su tasa de interés de 25 puntos base y el banco central de Australia concluyó su política de control sobre la curva de rendimiento. Se espera que otros bancos centrales de economías avanzadas comiencen a retirar su estímulo monetario (Gráfica 4).

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

i) En su reunión de noviembre, la Reserva Federal de Estados Unidos mantuvo sin cambio su rango objetivo de entre 0.0 y 0.25% para la tasa de fondos federales y reiteró 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 se encuentre en 2% y esté encaminada a exceder moderadamente ese nivel durante algún tiempo. Dado el avance sustancial adicional de la economía hacia sus objetivos, el Comité Federal de Operaciones de Mercado Abierto (*FOMC*) decidió comenzar a reducir a partir de noviembre el ritmo mensual de compras netas de activos. Las compras netas de valores del Tesoro se reducirán en 10 mil millones de dólares y las de valores respaldados por hipotecas de agencias en 5 mil millones de dólares en noviembre y en una cantidad igual en

diciembre. El Comité indicó que hacia delante probablemente serán apropiadas reducciones similares, aunque está preparado para ajustarlas si los cambios en las perspectivas económicas lo justifican. Al respecto, el presidente de dicha Institución detalló que lo anterior implicaría que los aumentos netos en sus tenencias de valores finalizarían a mediados del próximo año. Además, indicó que la decisión de reducir sus compras de activos no implica ninguna guía directa respecto a su política de tasa de interés. Señaló que el momento de aumentar las tasas de interés dependerá de la trayectoria de la economía, indicando que considera que pueden ser pacientes al respecto. En este contexto, la trayectoria implícita en instrumentos financieros para la tasa de fondos federales incorpora la expectativa de un primer incremento de 25 puntos base en el tercer trimestre de 2022.

ii) En su reunión de octubre, el Banco Central Europeo mantuvo sin cambio sus tasas de refinanciamiento, de depósitos y de préstamos, en 0.0, -0.5 y 0.25%, respectivamente. Asimismo, reiteró que el Consejo espera que dichas tasas de interés se mantengan en los niveles actuales o inferiores hasta que: i) la inflación alcance el objetivo de 2% durante el horizonte de sus proyecciones; ii) que esta se mantenga de manera duradera en dicho nivel; y iii) que ese instituto central considere que el progreso en la inflación subyacente esté lo suficientemente avanzado para ser consistente con la estabilización de la inflación en 2% en el mediano plazo. Reiteró que lo anterior podría implicar un periodo transitorio en el que la inflación se ubique moderadamente por encima de su meta. Respecto a sus programas de compras de activos, mantuvo sin cambio su programa de compras (*APP*) en 20 mil millones de euros netos al mes. Por otro lado, en relación a su Programa de Emergencia por la Pandemia (*PEPP*), insistió que considera que se pueden mantener condiciones de financiamiento favorables con un ritmo moderadamente más bajo de compras que en el segundo y tercer trimestre de este año, manteniendo sin cambio el monto total en 1.85 billones de euros. Al respecto, la presidenta de dicha Institución reiteró que el ajuste en el ritmo de compras se trata de una recalibración de su Programa y no de un retiro del estímulo (*tapering*). Además, indicó que las condiciones que se requieren para un aumento en la tasa de interés no se satisfacen actualmente y tampoco lo harán en el futuro cercano. Por su parte, las expectativas

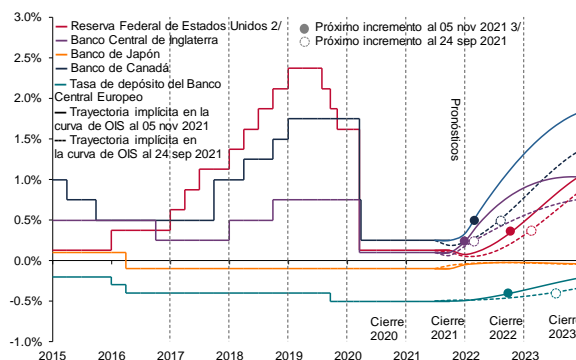
extraídas de instrumentos financieros anticipan un primer incremento de 10 puntos base en la tasa de interés en el tercer trimestre de 2022.

iii) En su reunión de octubre, 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 cero, así como su programa de compra de activos. Dicha Institución reafirmó 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 incluso menores. Adicionalmente, reiteró que seguirá apoyando el financiamiento a empresas y la estabilidad en los mercados financieros.

iv) En su reunión de noviembre, el Banco de Inglaterra mantuvo sin cambio su tasa de interés de referencia en 0.10%. Señaló que, en caso de que la economía, particularmente el mercado laboral, evolucione en línea con sus proyecciones centrales, será necesario incrementar su tasa de interés en los próximos meses para que la inflación retorne de manera sostenible a su meta de inflación de 2%. Mantuvo sin cambio su programa actual de compra de bonos del gobierno y reiteró la expectativa de que este concluya a finales de 2021. Las expectativas extraídas de instrumentos financieros anticipan un primer incremento de 15 puntos base en la tasa de interés en el primer trimestre de 2022.

En las economías emergentes, ante el aumento en la inflación y los riesgos adicionales que enfrentan en la formación de precios en relación a las economías avanzadas, un amplio número de bancos centrales ha seguido reduciendo su estímulo monetario. Así, desde la última decisión de política monetaria en México los bancos centrales de Brasil, Colombia, Perú, Chile, República Checa, Polonia, Hungría y Rusia, entre otros, aumentaron sus tasas de interés. En contraste, el banco central de Turquía anunció una disminución adicional en su tasa de interés de referencia.

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



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

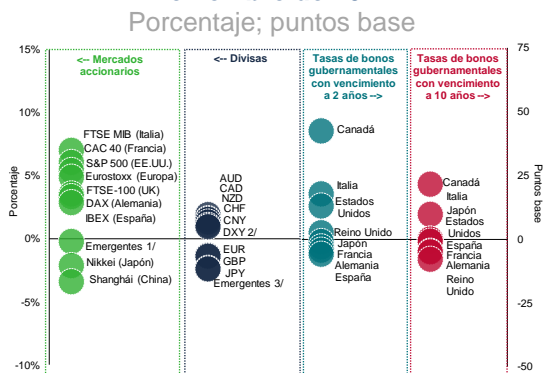
2/ Para la tasa de referencia observada de Estados Unidos se utiliza la tasa de interés promedio del rango objetivo de la tasa de fondos federales (0.0% - 0.25%).

3/ Para la Reserva Federal y el Banco de Canadá se asume un primer incremento de 25bps, para el Banco de Inglaterra de 15 bps y para el Banco Central Europeo y el Banco de Japón de 10 bps.

Fuente: Banco de México con datos de Bloomberg.

En el entorno descrito, desde la última decisión de política monetaria en México, los mercados accionarios de la mayoría de las principales economías avanzadas registraron un comportamiento favorable, principalmente impulsados por un balance positivo en los reportes corporativos de las distintas geografías, alcanzando en algunos casos nuevos máximos históricos (Gráfica 5). De igual forma, los mercados de economías emergentes registraron, en su mayoría, ganancias moderadas (Gráfica 6). En los mercados cambiarios, el dólar presentó cambios moderados frente a la mayoría de las divisas de economías avanzadas. Asimismo, en las economías emergentes las divisas exhibieron movimientos acotados mixtos, exhibiendo en algunos casos depreciaciones, como, por ejemplo, la de la lira turca. Respecto a las tasas de interés de bonos gubernamentales de las principales economías avanzadas, se observó un alza significativa en las de corto plazo de algunas de estas economías ante la expectativa de incrementos en sus tasas de política monetaria. Asimismo, las tasas de largo plazo aumentaron durante la primera mitad de octubre y posteriormente registraron disminuciones. Por su parte, las tasas de interés de largo plazo de economías emergentes mostraron incrementos en su mayoría. En este entorno, en el periodo se observaron, en general, entradas netas moderadas de flujos de capital hacia activos de renta variable en la mayoría de las economías emergentes y salidas de los mercados de renta fija.

### Gráfica 5 Variación de Indicadores Financieros Seleccionados del 24 de septiembre al 5 de noviembre de 2021



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

### Gráfica 6 Desempeño de activos de países emergentes seleccionados a partir del 27 de septiembre de 2021

Porcentaje, puntos base

Región	País	Divisas	Bolsas	Tasas de interés 2A	Tasas de interés 10A	CDS
América Latina	México	-1.46%	0.74%	103	3	1
	Brasil	-3.67%	-7.71%	264	73	36
	Chile	-1.75%	0.84%	95	101	-8
	Colombia	-0.92%	3.21%	101	32	6
	Perú	2.72%	9.47%	61	-60	-18
Europa emergente	Rusia	1.62%	2.92%	127	89	-7
	Polonia	-0.98%	6.28%	209	84	2
	Turquía	-10.45%	14.57%	-42	79	-37
	Rep. Checa	-0.29%	4.93%	136	65	2
	Hungría	-1.49%	6.32%	39	75	-1
Asia	China	0.95%	-2.35%	-5	2	9
	Malasia	0.79%	0.15%	23	9	8
	India	-0.25%	0.78%	35	9	-1
	Filipinas	1.61%	6.32%	44	43	12
	Tailandia	1.36%	0.38%	13	8	-2
	Indonesia	-0.04%	8.33%	1	-16	3
África	Sudáfrica	-0.35%	5.49%	21	26	-21

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

Hacia delante, persisten diversos riesgos para la estabilidad de los mercados financieros internacionales, los cuales están relacionados con la evolución de la actividad económica y las presiones inflacionarias, un retiro desordenado o antes de lo previsto del estímulo monetario que resulte en nuevos episodios de volatilidad y condiciones financieras globales más astringentes, las distorsiones en la valuación de activos financieros, los elevados niveles de endeudamiento del sector privado y público que pudieran resultar en problemas de incumplimiento o contagio, y las dificultades para alcanzar acuerdos respecto al techo de la deuda en Estados Unidos, entre otros factores.

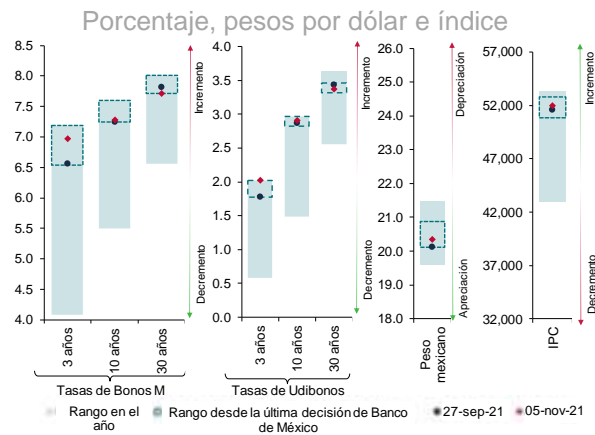
## A.2. Evolución de la economía mexicana

### 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). El tipo de cambio presentó volatilidad y cierta depreciación, las tasas de interés de corto plazo aumentaron y las de mayor plazo presentaron ajustes influidas por condiciones externas.

En particular, la moneda nacional operó en un rango de 76 centavos, entre 20.11 y 20.87 pesos por dólar, terminando el periodo con una depreciación de 1.46% (Gráfica 8). Ello, en un contexto en el que las condiciones de operación, tanto realizadas como prospectivas, mostraron una ligera mejoría respecto al periodo anterior.

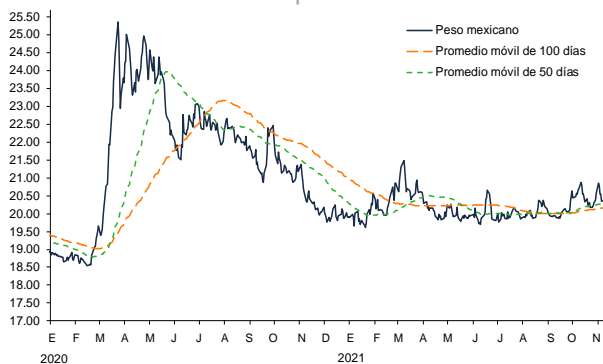
### Gráfica 7 Desempeño y Condiciones de Operación de Mercados Mexicanos



Fuente: Elaboración de Banco de México



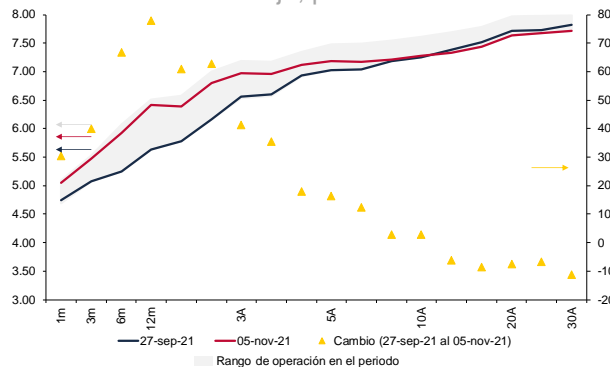
**Gráfica 8**  
**Tipo de Cambio del Peso Mexicano con**  
**Promedios Móviles**  
 Pesos por dólar



Fuente: Elaboración de Banco de México

Las tasas de interés de los valores gubernamentales presentaron una dinámica de aplanamiento (Gráfica 9), observándose incrementos de hasta 68 puntos base en los bonos de menor duración, mientras que los de mayor duración presentaron disminuciones de hasta 11 puntos base. Asimismo, la curva de rendimientos de instrumentos a tasa real mostró una dinámica similar, registrando movimientos de entre -12 y 32 puntos base a lo largo de todos los plazos. En este contexto, las primas de compensación por inflación y riesgo inflacionario implícitas en los diferenciales entre las tasas nominales y reales de instrumentos de mercado mostraron incrementos en el corto plazo y disminuciones en los plazos largos, manteniéndose en niveles superiores a 400 puntos base de manera generalizada. (Gráfica 10). Estos movimientos ocurrieron en un entorno en el que las condiciones de operación mostraron una mejoría durante el periodo que comprende la decisión de política monetaria.

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



Fuente: PIP

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

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

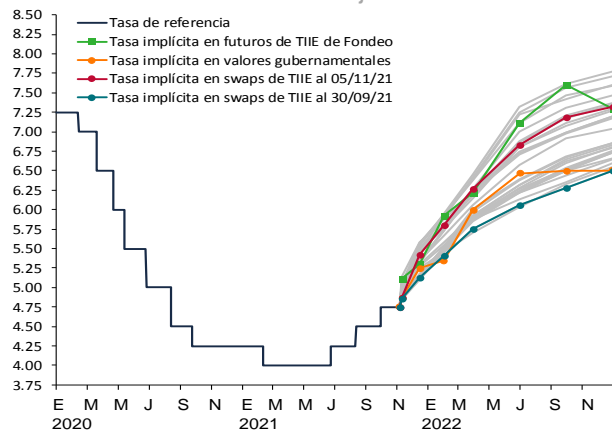


Fuente: PIP



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 TIE incorpora un incremento de alrededor de 12 puntos base en la tasa objetivo para la reunión de noviembre, una tasa de 5.42% para el cierre de 2021 y una tasa cercana a 7.32% para el cierre de 2022 (Gráfica 11). Por su parte, las tasas implícitas en la curva de valores gubernamentales incorporan un nivel en la tasa objetivo cercano al 5.25% para el cierre de 2021 y de 6.50% para el cierre de 2022. Por último, la mayoría de los analistas encuestados por Citibanamex anticipa que la tasa de interés de referencia se incremente 25 puntos base a 5.00% en la decisión de noviembre, mientras que para finales de 2021 espera que se ubique en 5.25% y para finales de 2022 en 6.00%.

**Gráfica 11**  
**Tasa de Fondo Implícita en Instrumentos de Mercado**  
Porcentaje



Fuente: Elaboración de Banco de México con datos Bloomberg.

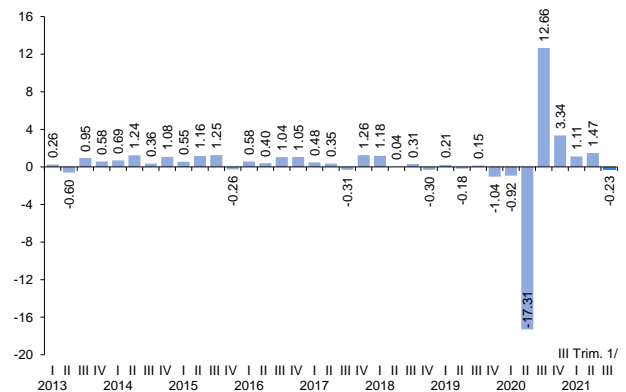
### A.2.2. Actividad económica en México

De acuerdo con la estimación oportuna del PIB de México publicada por el INEGI, en el tercer trimestre de 2021 la actividad económica se contrajo, persistiendo un comportamiento diferenciado entre los sectores de actividad (Gráfica 12). Ello en un contexto de recrudescimiento de la pandemia durante el periodo, de continuas disrupciones a las cadenas globales de suministro, y de una fuerte reducción del gasto en servicios de apoyo a los negocios ante la transición a la nueva regulación en materia de subcontratación.

Con relación a la demanda externa, en el tercer trimestre las exportaciones manufactureras no automotrices registraron un avance respecto del trimestre anterior, en tanto que las automotrices presentaron una fuerte caída como reflejo de las afectaciones al sector por las persistentes disrupciones en el suministro de semiconductores (Gráfica 13).<sup>5</sup> Por destino, las exportaciones manufactureras dirigidas a Estados Unidos se incrementaron ligeramente, al tiempo que aquellas dirigidas al resto del mundo presentaron una importante contracción.

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

Variaciones porcentuales trimestrales, a. e.

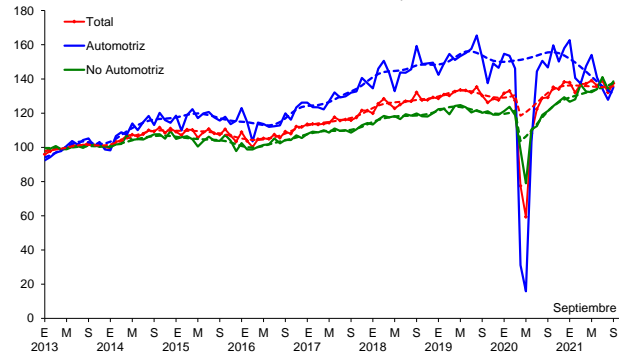


a. e. / Cifras con ajuste estacional.

1/ La cifra correspondiente al tercer 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.

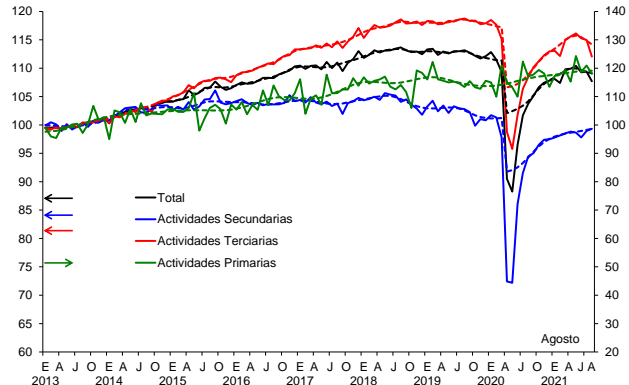
5 Se refiere al valor de las exportaciones de mercancías en dólares corrientes. Dicho valor difiere del reportado para las exportaciones de bienes en el

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

De acuerdo con su indicador mensual, en agosto el consumo privado presentó una trayectoria a la baja, permaneciendo por debajo del nivel reportado en febrero de 2020. A su interior, el consumo de bienes de origen importado hiló tres meses con retrocesos, mientras que tanto el consumo de bienes de origen nacional como el de servicios presentaron un débil desempeño. Por su parte, en agosto la inversión fija bruta continuó mostrando una reactivación, si bien se mantuvo por debajo del nivel previo a la emergencia sanitaria. El componente de gasto de inversión en construcción exhibió un repunte, en tanto que el componente de maquinaria y equipo revirtió parcialmente la expansión registrada en julio, aunque se mantuvo por encima del nivel reportado en febrero de 2020.

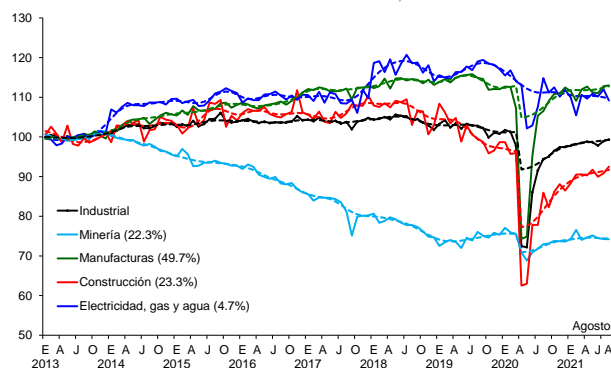
Por el lado de la producción, de acuerdo a la información oportuna, en el tercer trimestre la actividad industrial exhibió cierta mejoría, después de la debilidad registrada en el segundo (Gráfica 14). Este desempeño de la actividad industrial se debió, principalmente, al dinamismo del agregado de manufacturas sin equipo de transporte y, en menor medida, a cierta reactivación de la construcción (Gráfica 15). En contraste, el sector de equipo de transporte mantuvo una marcada debilidad ante la continua escasez de semiconductores, al tiempo que la minería permaneció estancada. Por su parte, los servicios mostraron un retroceso, en un contexto en el que se mantuvo un comportamiento diferenciado entre sus subsectores ante el recrudecimiento de la pandemia y el tránsito hacia la nueva regulación en materia de subcontratación laboral. En particular, en el bimestre julio-agosto se registraron contribuciones negativas al crecimiento de los servicios profesionales, corporativos y de apoyo a los negocios; de los servicios de transporte e información en medios masivos; de los servicios educativos y de salud; y de las actividades de gobierno. En cambio, contribuyeron positivamente el comercio; los servicios de esparcimiento y otros servicios; y los servicios de alojamiento temporal y de preparación de alimentos y bebidas.

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



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

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



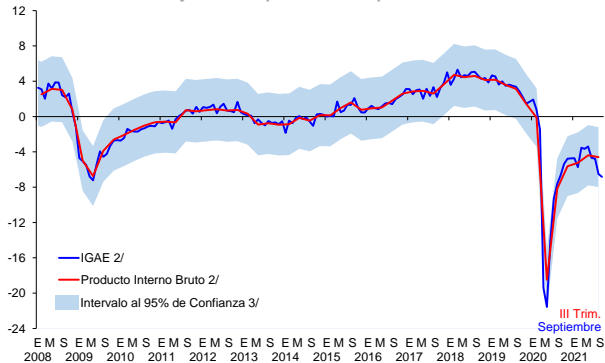
a. e. / Serie con ajuste estacional y serie de tendencia. La primera se representa con la línea sólida y la segunda con la punteada.  
1/ Las cifras entre paréntesis corresponden a su participación en el total en 2013.  
Fuente: Sistema de Cuentas Nacionales de México (SCNM), INEGI.

En cuanto a la posición cíclica de la economía, se prevé que en el tercer trimestre las condiciones de holgura para la economía se hayan mantenido amplias (Gráfica 16) y con importantes diferencias entre sectores. Se anticipa que la brecha negativa del producto haya exhibido una ligera ampliación respecto del nivel del trimestre previo, en congruencia con el comportamiento de la actividad económica en el periodo. Por su parte, en septiembre los indicadores del mercado laboral mostraron un comportamiento mixto. En particular, la tasa de participación laboral y la razón de ocupación a población en edad de trabajar retrocedieron por segundo mes consecutivo, mientras que tanto las tasas de desocupación nacional y urbana disminuyeron en el margen (Gráfica 17). A su vez, en septiembre la creación de

puestos de trabajo afiliados al IMSS continuó recuperándose, ubicándose alrededor de 18 mil plazas por debajo del nivel reportado previo a la emergencia sanitaria. Finalmente, en agosto el costo unitario de la mano de obra en el sector manufacturero hiló dos reducciones mensuales consecutivas y se situó ligeramente por debajo del nivel reportado en febrero de 2020 (Gráfica 18).

**Gráfica 16**  
**Estimaciones de la Brecha del Producto <sup>1/</sup>**  
**Sin Industria Petrolera <sup>4/</sup>**

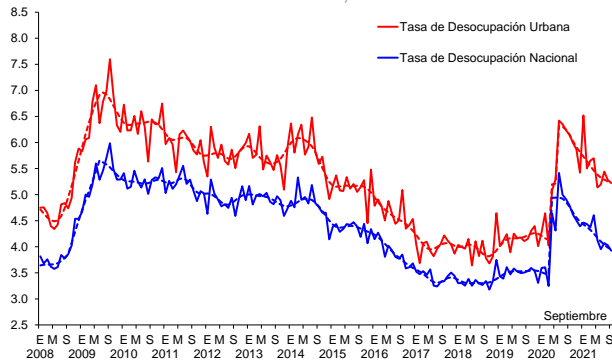
Porcentajes del producto potencial, a. e.



a. e. / Elaboración a partir de cifras con ajuste estacional.  
1/ Estimadas con el filtro de Hodrick-Prescott con corrección de colas; ver Banco de México (2009), "Informe sobre la Inflación, Abril-Junio 2009", pág.74.  
2/ Cifras del PIB oportuno al tercer trimestre de 2021 y del IGAE implícito a septiembre 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**

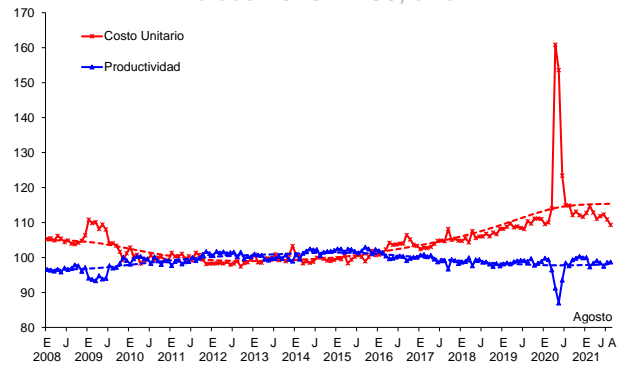
Por ciento, a. e.



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

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

Índices 2013 = 100, a. e.



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

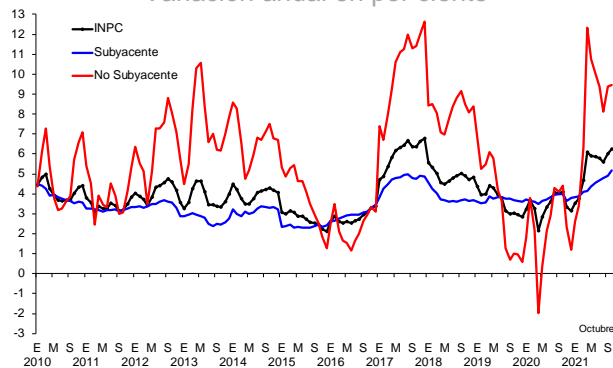
En septiembre de 2021, el financiamiento interno a las empresas moderó su contracción en términos reales a tasa anual por segundo trimestre consecutivo. Lo anterior se explica por una menor reducción del crédito bancario tanto para las empresas grandes, como para las de menor tamaño. Destaca que la demanda de crédito de las empresas continuó recuperándose, si bien siguió ubicándose en niveles bajos. Asimismo, las condiciones de otorgamiento para las empresas se han mantenido estables en lo que va del año, por lo que continúan siendo estrechas. Por su parte, las emisiones netas de deuda corporativa en el mercado interno mostraron un repunte en septiembre; ello posterior a la baja actividad en este mercado desde el primer trimestre del año. En cuanto al crédito a los hogares, la cartera de vivienda siguió exhibiendo una variación real anual positiva, recobrando un mayor dinamismo durante el trimestre que se reporta. A su vez, la cartera de crédito bancario vigente al consumo redujo su contracción a tasa anual por sexto mes consecutivo, destacando el dinamismo del crédito de nómina. Ello, en un contexto caracterizado por una gradual recuperación de la demanda de crédito por parte de los hogares. En lo relacionado a las condiciones de otorgamiento de crédito, las de la vivienda se mantuvieron estables, las de la cartera de consumo se relajaron para las tarjetas de crédito y nómina, y continuaron siendo estrechas para el resto de los segmentos.

Las tasas de interés del crédito bancario a las empresas han seguido la dinámica de la tasa de fondeo bancario. Los márgenes de intermediación presentaron un ligero repunte respecto al cierre del segundo trimestre, ubicándose en niveles superiores, aunque cercanos, a los observados antes de la pandemia. A su vez, las tasas de interés del crédito a la vivienda se mantuvieron en niveles alrededor de sus mínimos históricos. En tanto, en agosto las tasas de interés de tarjetas de crédito y de créditos personales registraron un nivel similar al observado durante el primer trimestre del año. Así, los márgenes de intermediación del crédito al consumo siguieron situándose en niveles superiores a los observados antes de la pandemia. Respecto a la calidad de la cartera, en septiembre el índice de morosidad del crédito a las empresas se mantuvo estable y continuó en niveles bajos. El correspondiente al crédito hipotecario disminuyó e igualmente se mantuvo en niveles bajos. Por último, los índices de morosidad de la cartera de consumo, aunque se redujeron por séptimo mes consecutivo, permanecieron en niveles elevados.

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

Entre septiembre y octubre de 2021, la inflación general anual aumentó de 6.00 a 6.24% (Gráfica 19 y Cuadro 1). Este resultado estuvo determinado por el incremento que continuó presentando la inflación subyacente, reflejo de presiones de costos, reasignaciones de gasto y los efectos de la reapertura de diversas actividades, así como por el incremento de la inflación no subyacente en el periodo referido, asociado con la mayor variación anual de los precios de los energéticos.

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



Fuente: Banco de México e INEGI.

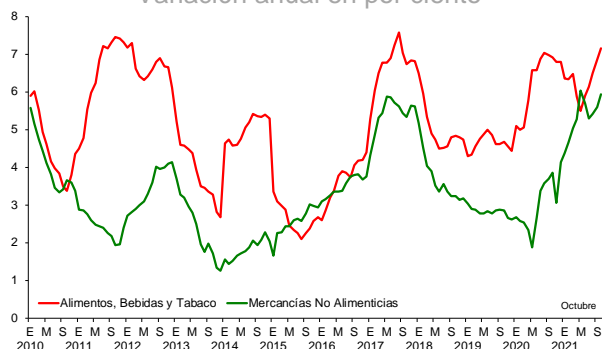
La inflación subyacente anual aumentó de 4.92 a 5.19% entre septiembre y octubre de 2021, acumulando once meses consecutivos al alza. A su interior, la inflación anual de las mercancías y la de los servicios aumentaron en ese periodo (Gráfica 20). La primera pasó de 6.26 a 6.58%, impulsada por las disrupciones que se siguen observando en las cadenas de producción y de suministro, los cuellos de botella y los consecuentes mayores costos de producción. Ello en un contexto de desbalances entre la oferta y la demanda a nivel mundial y de reasignación del gasto hacia mercancías. En particular, la inflación anual de las mercancías alimenticias se incrementó de 6.87 a 7.16%, en tanto que la de las no alimenticias pasó de 5.59 a 5.94% (Gráfica 21). En cuanto a los servicios, su inflación anual aumentó de 3.43 a 3.64% en el lapso referido, determinada, principalmente, por el incremento de 4.78 a 5.11% en la variación anual de los precios del rubro de los servicios distintos a educación y vivienda, destacando las de los servicios turísticos, de alimentación, y de entretenimiento. A este comportamiento pudo haber contribuido la gradual reapertura de estos sectores.

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



Fuente: Banco de México e INEGI.

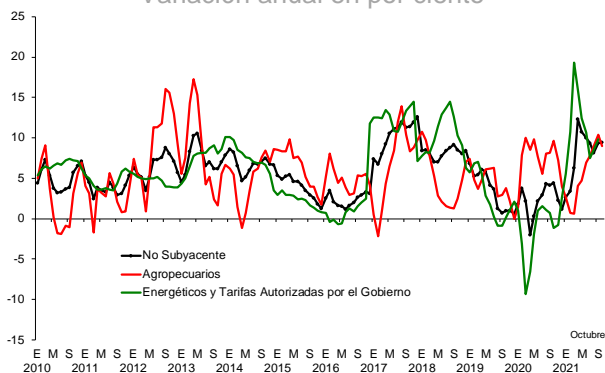
**Gráfica 21**  
**Subíndice Subyacente de las Mercancías**  
 Variación anual en por ciento



Fuente: Banco de México e INEGI.

Entre septiembre y octubre de 2021, la inflación no subyacente anual pasó de 9.37 a 9.47% (Gráfica 22 y Cuadro 1). Este resultado reflejó el incremento de 11.69 a 13.44% en la inflación anual de los energéticos, destacando el aumento de 20.63 a 27.10% en la variación anual del precio del gas L.P, que estuvo influido por los incrementos que se han observado en sus referencias internacionales. Ello fue parcialmente compensado por la disminución de 10.41 a 9.02% en la inflación anual de los productos agropecuarios, asociada a su vez con la menor variación anual de los precios de las frutas y verduras.

**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 agosto y octubre la mediana para la inflación general al cierre de 2021 aumentó de 6.05 a 6.63%, mientras que la correspondiente al componente subyacente pasó de 4.90 a 5.30%. A su vez, las medianas de las expectativas para el cierre de 2022 se ajustaron de 3.75 a 3.84% para la inflación general y de 3.70 a 3.83% para la subyacente. Por su parte, las medianas de las expectativas de la inflación general y de la subyacente para el mediano plazo se ajustaron al alza de 3.51 a 3.60% y de 3.50 a 3.56%, respectivamente. Las correspondientes al largo plazo se mantuvieron alrededor de 3.50%. Finalmente, la compensación por inflación y riesgo inflacionario registró un aumento y se mantuvo en niveles elevados, reflejando el comportamiento tanto de las expectativas de inflación como de la prima por riesgo inflacionario, si bien destaca el aumento de esta última.

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

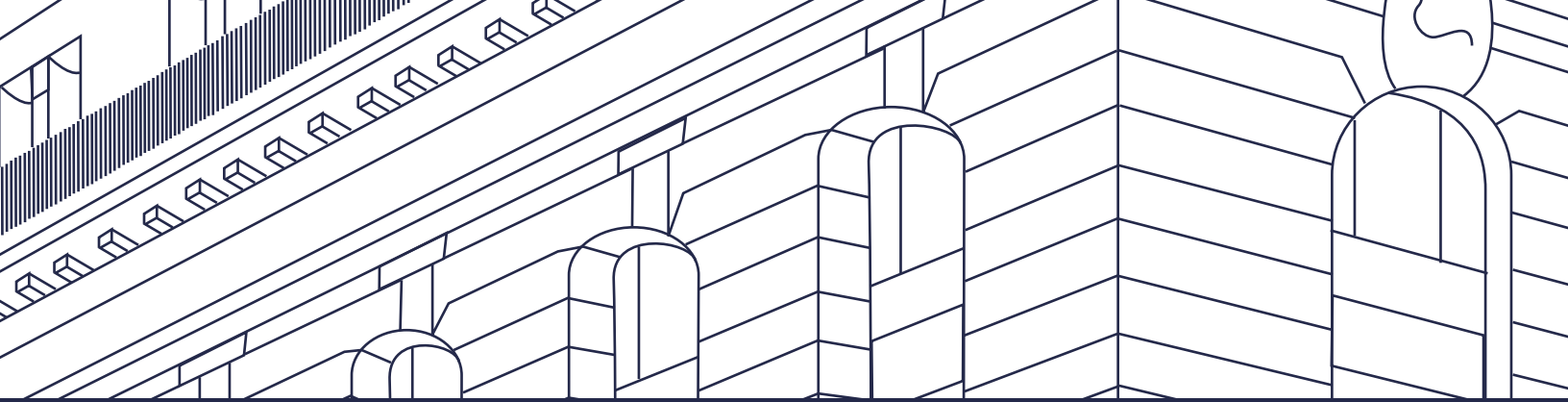
**Cuadro 1**  
**Índice Nacional de Precios al Consumidor y Componentes**  
 Variación anual en por ciento

Concepto	Agosto 2021	Septiembre 2021	Octubre 2021
<b>INPC</b>	<b>5.59</b>	<b>6.00</b>	<b>6.24</b>
<b>Subyacente</b>	<b>4.78</b>	<b>4.92</b>	<b>5.19</b>
<b>Mercancías</b>	<b>5.99</b>	<b>6.26</b>	<b>6.58</b>
Alimentos, Bebidas y Tabaco	6.51	6.87	7.16
Mercancías No Alimenticias	5.41	5.59	5.94
<b>Servicios</b>	<b>3.43</b>	<b>3.43</b>	<b>3.64</b>
Vivienda	2.17	2.26	2.37
Educación (Colegiaturas)	1.92	2.04	2.09
Otros Servicios	4.87	4.78	5.11
<b>No Subyacente</b>	<b>8.14</b>	<b>9.37</b>	<b>9.47</b>
<b>Agropecuarios</b>	<b>8.95</b>	<b>10.41</b>	<b>9.02</b>
Frutas y Verduras	5.94	9.38	5.72
Pecuarios	11.54	11.29	11.98
<b>Energéticos y Tarifas Aut. por Gobierno</b>	<b>7.50</b>	<b>8.55</b>	<b>9.82</b>
Energéticos	10.07	11.69	13.44
Tarifas Autorizadas por Gobierno	1.99	1.86	1.88

Fuente: INEGI.







BANCO DE MÉXICO®

Documento publicado el 25 de noviembre de 2021

