



BANCO DE MÉXICO®

Minuta número 90

Reunión de la Junta de Gobierno del Banco de México, con motivo de la
decisión de política monetaria anunciada el 10 de febrero de 2022



1. LUGAR, FECHA Y ASISTENTES

1.1. Lugar: Reunión celebrada por enlaces virtuales.

1.2. Fecha de la sesión de la Junta de Gobierno: 9 de febrero de 2022.

1.3. Asistentes:

Victoria Rodríguez Ceja, Gobernadora.
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 comentó que la actividad económica mundial siguió recuperándose en el cuarto trimestre de 2021, si bien a un ritmo menor y con heterogeneidad entre países y sectores, por la evolución de la pandemia y las acciones de las autoridades sanitarias, monetarias y fiscales. Detalló que el repunte en el número de contagios ha provocado nuevas restricciones en varios países y que continúan afectadas las cadenas globales de suministro. Uno recordó que en 2021 la economía global transitó de un cierre parcial de actividades a un escenario de expansión, con disrupciones en los procesos de producción. Otro señaló que algunos índices prospectivos sugieren que a inicios de 2022 las actividades terciarias se moderaron, mientras que las industriales presentaron una recuperación gradual, si bien en las economías emergentes este sector ha dejado de expandirse. Mencionó que, de acuerdo con las últimas proyecciones del Fondo Monetario Internacional, la debilidad económica de inicios de año puede atenuarse a partir del segundo trimestre, una vez que la escalada de la variante Ómicron pierda ímpetu y la actividad económica comience a

normalizarse. Notó que algunos índices relacionados con pedidos pendientes, nuevos pedidos y tiempos de entrega han mejorado en el margen.

La mayoría resaltó que las perspectivas de crecimiento mundial para 2022 se revisaron a la baja. Algunos opinaron que ello obedeció a la expectativa de menores estímulos fiscales y monetarios, particularmente en Estados Unidos. Uno agregó los mayores contagios y la prolongación de las disrupciones en las cadenas de suministro. Otro comentó que es probable que estas disrupciones se disipen hacia finales de año. Algunos consideraron que los principales riesgos para la economía global son los asociados a la pandemia. Uno destacó los altos niveles de inflación y su persistencia. Otro notó que, en las economías donde la recuperación es frágil e incompleta, el apretamiento de las condiciones monetarias es un riesgo para el crecimiento, el empleo y la estabilidad macroeconómica. Algunos señalaron que el balance de riesgos para la economía global está sesgado a la baja.

La mayoría mencionó que la inflación global siguió aumentando, presionada por los cuellos de botella en la producción, la recomposición del gasto hacia mercancías y los elevados precios de materias primas, en particular de alimentos y energéticos. Uno comentó que algunos de estos precios se ubican en sus máximos históricos y que es previsible que continúen al alza, mientras que otro opinó que según los mercados de futuros de alimentos y energéticos, se espera que tengan un descenso lento en un horizonte de un año. Uno puntualizó que las disrupciones en las cadenas globales de valor han repercutido en el encarecimiento de los insumos industriales y han reducido su disponibilidad, como en el caso de los semiconductores. Otro notó que la inflación elevada también podría ser el resultado de presiones salariales y de altos costos de transporte. Uno detalló que los costos de transporte marítimo se encuentran en niveles inéditos y que actúan como un choque negativo de oferta, elevando costos y generando efectos sustitución que generalizan las presiones hacia otros bienes. Algunos señalaron que la inflación se encuentra muy por encima de los objetivos de la mayoría de los bancos centrales. Uno apuntó que, aunque se espera que la inflación descienda durante el año, la convergencia sería más lenta respecto de lo previsto en diciembre, especialmente para las economías avanzadas.

La mayoría comentó que las expectativas de inflación de corto plazo continuaron aumentando en las principales economías. Uno mencionó que, si bien se mantienen en niveles más bajos que la inflación observada, han seguido deteriorándose, y que la compensación implícita por inflación permanece elevada. **Algunos** notaron que las expectativas de mayor plazo derivadas de instrumentos financieros mostraron movimientos acotados. **Uno** opinó que la inflación sigue siendo de naturaleza transitoria y que comenzará a ceder conforme se resuelvan las disrupciones atribuibles a la pandemia. **Otro** consideró que los choques asociados a esta han resultado más profundos y duraderos a lo esperado. Ahondó en que en las economías avanzadas se ha reducido el grado de holgura ante una sólida demanda laboral y una lenta recuperación de la participación laboral. Agregó que esto podría traducirse en presiones salariales lo que, junto al incremento en las expectativas de inflación, aumenta el riesgo de un proceso inflacionario más persistente. **Uno** señaló como riesgos para el proceso de formación de precios a la sostenibilidad de las finanzas públicas y privadas, las tensiones geopolíticas y las emergencias por cambios climáticos.

La mayoría señaló que se anticipa una reducción más acelerada del estímulo monetario a nivel global. Comentó que diversos bancos centrales de economías avanzadas ya iniciaron la reducción de sus estímulos monetarios. No obstante, **uno** agregó que, hasta ahora, la mayoría continúa con posturas sumamente acomodaticias. Recordó que los institutos centrales de países avanzados redujeron fuertemente sus tasas de interés en 2020, mientras que en 2021 se mostraron pacientes y las mantuvieron en niveles históricamente bajos. Consideró que esto se explica porque el diagnóstico de la inflación no ha cambiado en lo fundamental. **Todos mencionaron que, en su última decisión, la Reserva Federal anunció que continuará reduciendo el ritmo de sus compras de activos y que la tasa de fondos federales se incrementará pronto. Uno** añadió que la reducción de la hoja de balance podría iniciar a mediados de año. **La mayoría agregó que el mercado espera el primer aumento en marzo. Uno** señaló que el ritmo y la velocidad de los incrementos podrían ser superiores a lo originalmente estimado. **Otro** notó que, dada la fortaleza económica y la elevada inflación, se espera que el actual ciclo monetario de la Reserva Federal sea más rápido que el ciclo previo. **Uno** comentó que esta institución ha sido cuidadosa con su comunicación y reiterado que el ajuste será gradual, lo que implica que procurará no

sorprender a los mercados. **Otro** puntualizó que, si bien las decisiones de este instituto han sido bien comunicadas, ordenadas y predecibles, actualmente se tiene una menor guía que permita conocer la magnitud y velocidad del ciclo. **Algunos** destacaron que el Banco de Inglaterra incrementó nuevamente su tasa de referencia y que el Banco Central Europeo se prepara para endurecer su postura monetaria. **Uno** agregó que también el Banco de Canadá se prepara para hacerlo.

La mayoría notó que los bancos centrales de diversas economías emergentes continuaron aumentando sus tasas de referencia. Uno señaló que en sus últimas reuniones varios lo hicieron a un ritmo acelerado. **Otro** mencionó que en muchas economías se prevé que suban las tasas para mantener la estabilidad financiera y evitar depreciaciones cambiarias significativas. **Uno** comentó que solamente el Banco Popular de China seguirá con un enfoque más acomodaticio debido a una moderación más pronunciada de la actividad económica, a la inestabilidad del sector inmobiliario y al alto endeudamiento de los estados.

La mayoría destacó que las tasas de interés a nivel mundial aumentaron en todos los plazos. Algunos señalaron que en la mayoría de las economías se observó un aplanamiento en la curva de rendimientos. **Uno** indicó que durante el año se prevén incrementos adicionales en las tasas de interés a distintos plazos. **La mayoría señaló que los mercados accionarios en economías avanzadas registraron pérdidas. Uno** detalló que el sector tecnológico ha sido especialmente sensible a la nueva narrativa de los bancos centrales. **Otro** comentó que las primas por riesgo aumentaron. **Algunos** notaron que los mercados accionarios de economías emergentes registraron ganancias, en parte por las subvaluaciones de los meses previos. **Algunos** destacaron que las monedas de algunas de estas economías se apreciaron, especialmente en América Latina. Mencionaron que se siguen registrando entradas de capital hacia activos de renta variable, mientras que los flujos dirigidos a instrumentos de renta fija presentaron salidas moderadas. **Algunos** indicaron que los mercados financieros internacionales mostraron volatilidad debido a la previsión de posturas monetarias menos acomodaticias. **Uno** opinó que también influyeron los mayores contagios y la alta valuación de algunos activos financieros.

La mayoría consideró que una postura monetaria más restrictiva en economías avanzadas plantea riesgos para los mercados financieros. Algunos

resaltaron los riesgos para los flujos de capital, los activos de renta fija y las divisas de economías emergentes. **Algunos** comentaron que no parece haber consenso sobre el ritmo y la magnitud del retiro del estímulo por parte de la Reserva Federal, lo que podría continuar presionando a los mercados. **Uno** añadió que la materialización de algunos riesgos geopolíticos podría ocasionar una recomposición de portafolios a nivel global. **Otro** señaló que el balance de riesgos para la estabilidad financiera se encuentra deteriorado.

Actividad Económica en México

Todos destacaron que, según la información más oportuna, la actividad económica se contrajo ligeramente en el cuarto trimestre de 2021. La mayoría mencionó que esta contracción obedeció principalmente a la caída de los servicios. Uno resaltó la disminución en la movilidad debido a los contagios. **La mayoría señaló que la recuperación sigue siendo heterogénea entre sectores. Uno** añadió que la debilidad económica se manifiesta en el alto porcentaje de sectores que aún no han recuperado su nivel pre-pandemia.

Por el lado de la oferta, la mayoría resaltó la debilidad de la producción industrial. Precisó que la construcción exhibe un desempeño deficiente y que las manufacturas siguen mostrando debilidad. Uno apuntó que estas se han apoyado principalmente en la industria automotriz y que se espera un avance modesto en la solución de los problemas de desabasto en este sector durante el año. Argumentó que se estima que la escasez de semiconductores pudo haber afectado al crecimiento del PIB de 2021 en aproximadamente 1.3 puntos porcentuales. Destacó la caída en la producción de electricidad y la debilidad de la minería. **Algunos** mencionaron que los servicios continúan presentando afectaciones, como consecuencia de la nueva regulación en materia de subcontratación laboral. **Algunos** observaron un comportamiento mixto dentro de los servicios. **Uno** agregó que se ha presentado un mayor rezago en las actividades de alojamiento y preparación de alimentos y un mayor dinamismo en el comercio, mientras que los servicios profesionales, corporativos y de apoyo a negocios siguen presentando una contribución negativa relevante.

Por el lado de la demanda, la mayoría comentó que las exportaciones mostraron un mejor desempeño hacia el último trimestre de 2021. Uno mencionó que las exportaciones no automotrices siguen recuperándose y que las automotrices presentan un incipiente repunte. **Otro**

señaló que en general las exportaciones han superado su nivel previo a 2020, impulsadas por la economía estadounidense. No obstante, **uno** notó que las exportaciones automotrices siguen afectadas por restricciones de oferta. **La mayoría indicó que el consumo sigue recuperándose de manera gradual. Uno** mencionó que su evolución se ha concentrado principalmente en bienes importados. **Otro** externó que el consumo privado aún no alcanza su nivel pre-pandemia. **Uno** apuntó que si bien las ventas de la ANTAD siguen expandiéndose, esto ha sido a un ritmo cada vez menor. Agregó que la confianza del consumidor registra dos meses consecutivos de descenso, aunque aún se encuentra en niveles elevados. Añadió que a pesar de que la masa salarial ha seguido creciendo, el ingreso promedio mensual se mantiene estancado. Argumentó que las remesas han registrado el mejor desempeño en los últimos 18 años, si bien se espera que hacia adelante enfrenten retos importantes, ante un menor crecimiento económico en Estados Unidos, menores estímulos fiscales y un nivel de empleo de los migrantes mexicanos en dicho país que ya superó los niveles pre-pandemia. **La mayoría enfatizó que la inversión se ha contraído. Uno** señaló que ha retomado la tendencia decreciente iniciada en 2018. **Otro** apuntó que se ha mantenido estancada desde marzo de 2021.

Algunos destacaron que ciertos indicadores laborales siguen deteriorados. Notaron que las tasas de desocupación y subocupación continúan en niveles superiores a los observados antes de la pandemia. **Uno** argumentó que, si bien el empleo formal ya se recuperó y el empleo total está cercano a su nivel previo a la pandemia, la política pública debería aspirar a alcanzar el nivel de empleo que se hubiera observado en ausencia de la pandemia. Señaló que algunas estimaciones ubican este rezago en alrededor de un millón de empleos formales.

La mayoría coincidió en que se mantuvieron amplias condiciones de holgura. Algunos notaron las marcadas diferencias entre sectores. **Uno** destacó que la desviación del PIB con respecto a su tendencia previa a la pandemia sugiere que la brecha del producto podría ser superior a 10%. **Otro** resaltó la necesidad de atender los retos en la medición del PIB potencial para tener un mejor entendimiento de las condiciones de holgura y de las presiones inflacionarias provenientes de la demanda. Hacia adelante, **algunos** indicaron que se prevé que las condiciones de holgura se mantengan amplias. **Uno** agregó que se espera que

permanezcan diferencias relevantes por sector y género.

Algunos comentaron que las expectativas de crecimiento para 2022 se ajustaron a la baja. **Uno** señaló que lo anterior responde al menor crecimiento durante el segundo semestre de 2021, el cual podría prolongarse al primer trimestre de 2022. **Otro** enfatizó que la recuperación económica presenta señales de ser lenta y frágil. **Uno** advirtió que se enfrenta el riesgo de un retroceso aún mayor.

Inflación en México

La mayoría subrayó que el aumento de la inflación es un fenómeno generalizado y que diversas medidas de tendencia central de la inflación muestran incrementos. **Uno** apuntó que, pese a la reducción de la inflación en enero, hay un mayor número de genéricos del INPC cuyos precios crecieron a tasas superiores al 6%. **Otro** opinó que los argumentos de que los aumentos de precios obedecían a factores estacionales o efectos de base de comparación ya no son aplicables. **Uno** reiteró que la inflación en México está siendo afectada por un fenómeno global, cuyo origen se encuentra en factores vinculados a la pandemia. **Algunos** señalaron que la inflación se mantiene en niveles muy por encima del objetivo de 3%. **Algunos** mencionaron que a finales de 2021 esta alcanzó niveles no vistos en dos décadas. **Uno** resaltó que la brecha de inflación de México es elevada respecto de un amplio grupo de economías emergentes. **Otro** advirtió que simulaciones del INPC por decil de ingreso, muestran que la inflación es marcadamente mayor para los hogares de menores ingresos.

La mayoría observó que de noviembre a enero la inflación general disminuyó principalmente por la desaceleración del componente no subyacente. **Algunos** notaron que dicha desaceleración se explica, en buena medida, por la reducción de la inflación de energéticos y de productos agropecuarios. No obstante, **uno** destacó que el componente no subyacente ha llegado a registrar incrementos anuales de dos dígitos. Opinó que ello refleja niveles elevados tanto de los precios de energéticos como de bienes agropecuarios. **Otro** mencionó que, en general, las presiones en alimentos se han acrecentado, y que un mayor número de ellos registra variaciones anuales de doble dígito. Agregó que esto ha ocurrido a pesar de que el tipo de cambio y los precios internacionales de las materias primas alimenticias han mostrado un mejor comportamiento, lo que sugiere que hay un rezago importante entre dichas variables y los precios de alimentos en México, haciendo que el

descenso de estas presiones sea lento y que pudiera sincronizarse con nuevos choques. Finalmente, **uno** señaló que dada la elevada volatilidad y el comportamiento aleatorio del componente no subyacente, este descenso no puede considerarse como un alivio permanente ante las presiones inflacionarias actuales.

Todos mencionaron que la inflación subyacente continuó incrementándose. **Algunos** resaltaron que presentó aumentos en cada uno de los últimos 14 meses. **Uno** añadió que ello refleja la persistencia de los choques que la han afectado. **Otro** notó que en enero este componente alcanzó un nivel no visto en 20 años. **Uno** agregó que alcanzó un máximo histórico desde que se adoptó el esquema de objetivos de inflación. **Otro** consideró que la trayectoria de este componente es preocupante, ya que señala la trayectoria de la inflación general en el mediano plazo. Destacó que en las últimas cinco decisiones de política monetaria la inflación subyacente se ha ubicado por encima de lo anticipado. **La mayoría señaló que al interior del componente subyacente se observan aumentos en las inflaciones tanto de mercancías como de servicios.** **Algunos** indicaron que, para la inflación subyacente, la proporción de genéricos con incrementos mayores a 5% continuó aumentando, alcanzando niveles récord de 80%. **Uno** apuntó que, si bien parte del incremento inicial en la inflación de las mercancías obedeció a cambios en los precios relativos de estas con respecto a los servicios, la confluencia de choques adicionales y su persistencia han generado una alta inercia en este componente. **Otro** detalló que las presiones que siguen observándose dentro de las mercancías alimenticias están asociadas al comportamiento de los precios de productos derivados de la soya, el maíz y el trigo. Subrayó que las variaciones de precios de las mercancías no alimenticias también son relevantes y que se han combinado con variaciones al alza recientes en los precios de servicios de educación, y más persistentes en los de alimentación. **Uno** mencionó que la inflación de los servicios ha mostrado una tendencia ascendente como resultado de la reapertura de actividades, del incremento en su demanda y del proceso de vacunación. Notó que la inflación de los servicios excluyendo la vivienda y la educación superó 6% en enero. **Otro** puntualizó que, a diferencia de otros países, la inflación subyacente en México incluye mercancías alimenticias, las cuales suelen ser volátiles y altamente susceptibles a choques de oferta. Por ello, sugirió enfocarse en el índice subyacente alternativo que ha utilizado el Banco de México en otras ocasiones, el cual incluye mercancías y servicios, pero excluye a las

mercancías alimenticias. Respecto de este índice destacó que: i) su tasa anual de inflación se ubica 100 puntos base por debajo de la subyacente tradicional; ii) se ha mantenido más estable en los últimos meses, mientras que la tradicional se ha incrementado; y iii) las presiones en el margen para este índice disminuyeron sustancialmente en enero, cuando la inflación mensual anualizada se ubicó cerca de su promedio histórico.

Todos mencionaron que las expectativas de inflación para 2022 y 2023 volvieron a incrementarse. La mayoría notó que las de mediano y largo plazos se mantuvieron estables, si bien **algunos** precisaron que en niveles mayores a 3%. **Uno** comentó que las expectativas para los próximos doce meses se han mantenido más estables y que disminuyeron recientemente, al tiempo que las de mediano plazo también mejoraron en el margen. No obstante, señaló que las expectativas de corto y mediano plazos se mantienen en niveles elevados, por encima de lo observado en otros periodos inflacionarios. Destacó la discrepancia actual entre la inflación esperada por los analistas y los pronósticos del Banco de México para 2023. **Otro** consideró que el deterioro de las expectativas de inflación incrementa el riesgo de un desanclaje de las mismas. Por su parte, **uno** señaló que las expectativas de inflación de corto plazo no han dejado de aumentar a pesar de los sucesivos incrementos de la tasa de interés. **La mayoría comentó que las expectativas de inflación derivadas de instrumentos de mercado continuaron con una tendencia ascendente.** **Uno** agregó que la prima por riesgo inflacionario a diez años, a pesar de haber disminuido, se mantiene en niveles similares a los registrados en episodios de estrés. **Otro** resaltó que las mayores primas por riesgo inflacionario implícitas en instrumentos de mercado reflejan un mayor riesgo de desanclaje de las expectativas de largo plazo. No obstante, **uno** notó que las expectativas extraídas de instrumentos de mercado para el promedio de 6 a 10 años se ubicaron en 3.07% en enero. Opinó que el contraste entre las expectativas de corto y largo plazos sugiere que los analistas y el mercado prevén una eventual mitigación de las presiones inflacionarias actuales.

La mayoría señaló que los pronósticos de las inflaciones general y subyacente se incrementaron nuevamente. **Uno** detalló que se ajustaron al alza para los próximos cinco trimestres. **Algunos** añadieron que se prevé que sus mediciones anuales converjan a la meta de 3% hacia finales del horizonte de pronóstico. **Uno** agregó que los pronósticos se han quedado repetidamente

cortos en anticipar la trayectoria de la inflación ante la aparición continua de choques no anticipados. Por ello, precisó que la convergencia del componente subyacente dependerá de la ausencia de choques adicionales, lo cual consideró un supuesto fuerte dados los elevados precios del petróleo, materias primas, transporte marítimo y alimentos. Comentó que se prevé que los choques que han afectado a la inflación subyacente continúen por lo menos hasta la segunda mitad de 2022 y que sus componentes más susceptibles a choques de precios de energéticos y de tipo de cambio seguirán presionados. **Otro** observó que los pronósticos de inflación no han dejado de aumentar desde que comenzó el actual ciclo alcista en junio de 2021. Indicó que se espera que la inflación subyacente alcance su punto máximo en el primer trimestre de 2022, a medida que comiencen a deshacerse los choques inflacionarios que se observaron en ese mismo periodo del año previo. Añadió que, a partir de entonces, se prevé que disminuya de manera sostenida debido en parte a la reducción de las presiones en el componente no subyacente, las cuales suelen trasladarse a la inflación subyacente con cierto rezago. Puntualizó que se espera que esto ocurra principalmente por la vía de los alimentos procesados, los cuales reflejarían las menores presiones en los precios de insumos agrícolas. **Uno** destacó que el panorama para la inflación continuó deteriorándose ante la desviación de su trayectoria respecto de los pronósticos.

La mayoría comentó que el aumento de la inflación ha sido persistente, especialmente en su componente subyacente. **Uno** agregó que ello no solo responde a presiones transitorias externas. No obstante, **otro** mencionó que los efectos temporales de los aumentos en los precios de energéticos y de algunos productos agropecuarios han comenzado a deshacerse. Añadió que se espera que este proceso continúe y contribuya a que se observen reducciones adicionales en la inflación.

Entre los riesgos al alza para la inflación, la mayoría destacó las presiones de costos y la persistencia de la inflación subyacente en niveles elevados. **Algunos** agregaron las presiones inflacionarias externas, una depreciación cambiaria y los aumentos de precios de energéticos. **Uno** comentó que, en la medida que la pandemia transite a una etapa más favorable, podría haber una reasignación del gasto hacia los servicios, lo que podría presionar sus precios. **Otro** notó el riesgo de que prevalezcan desbalances entre oferta y demanda, ya sea por rigideces en la producción o por la evolución de la pandemia. **Algunos**

mencionaron que se observa una correlación positiva entre el nivel de inflación y su persistencia, por lo que una inflación elevada conlleva el riesgo de que se contamine el proceso de formación de precios. **Uno** añadió el riesgo de que las revisiones salariales estén influenciadas por la inflación observada y los incrementos al salario mínimo. Entre los riesgos a la baja, **otro** agregó: i) un efecto mayor al esperado de la brecha negativa del producto, ii) medidas de distanciamiento social y iii) una apreciación cambiaria. **La mayoría comentó que el balance de riesgos para la inflación en el horizonte de pronóstico se mantiene al alza. Uno** destacó que dicho balance ha continuado deteriorándose.

Entorno Macrofinanciero

La mayoría mencionó que el tipo de cambio se apreció y que las tasas de interés aumentaron, principalmente las de corto plazo. Algunos notaron que en general los mercados financieros nacionales mostraron un comportamiento favorable, en línea con lo observado en América Latina. A su vez, indicaron que el comportamiento de las tasas de interés condujo a un aplanamiento de la curva de rendimientos. Apuntaron que el mercado accionario registró aumentos. **Uno** añadió que las primas por riesgo de incumplimiento se ubicaron ligeramente por arriba del nivel observado en la reunión previa.

Algunos comentaron que la economía está bien posicionada para enfrentar un ciclo monetario restrictivo global. Destacaron los bajos niveles del déficit de cuenta corriente y de la tenencia de deuda gubernamental de inversionistas no residentes. **Uno** consideró que lo anterior reduce la vulnerabilidad del peso. **Otro** agregó el balance fiscal y el tamaño de las reservas internacionales. **Uno** consideró que es necesario mantener una postura macroeconómica sólida, procurando una inflación baja y estable y la fortaleza del sistema financiero, dado el elevado grado de integración comercial y financiera con el resto del mundo y la exposición a choques externos. Añadió que ello es indispensable ante la perspectiva de un mayor apretamiento monetario global.

La mayoría destacó la debilidad del crédito a las empresas. Algunos opinaron que esto obedece a factores estructurales de demanda que reflejan el deterioro en el clima de inversión. **Uno** resaltó que lo anterior es ajeno a la postura monetaria actual. **Otro** enfatizó que el financiamiento al sector privado no financiero siguió moderando su contracción. Detalló que las fuentes externas registraron en 2021 un saldo negativo por primera vez en 12 años, mientras que las internas repuntaron debido a los aumentos

en la tasa de referencia. Comentó que el crédito destinado a la vivienda muestra una tendencia positiva. **Uno** mencionó que las variaciones mensuales del crédito al sector privado finalmente comenzaron a ser positivas a finales del año pasado. No obstante, consideró que esta mejoría no es suficiente y está en riesgo ante el incremento en las tasas de interés, lo que repercutiría en la demanda de crédito. Señaló que el flujo anual de financiamiento interno al sector privado en el cuarto trimestre de 2021 representó 1.1% del PIB, en contraste con el 3.2% registrado en 2017, previo al apretamiento de las condiciones monetarias en México.

Política Monetaria

La Junta de Gobierno evaluó la magnitud y diversidad de los choques que han afectado a la inflación y sus determinantes, el riesgo de que se contaminen las expectativas de mediano y largo plazos y la formación de precios, así como los mayores retos ante el apretamiento de las condiciones monetarias y financieras globales. Con base en ello, la mayoría decidió, en esta ocasión, incrementar en 50 puntos base el objetivo para la Tasa de Interés Interbancaria a un día a un nivel de 6.00%. Destacó que, con esta acción, la postura de política monetaria se ajusta a la trayectoria que se requiere para que la inflación converja a su meta de 3% dentro del horizonte de pronóstico. Expresó que en las siguientes decisiones la Junta de Gobierno vigilará estrechamente las presiones inflacionarias, así como todos los factores que inciden en la trayectoria prevista para la inflación y en sus expectativas. Ello con el objetivo de determinar una tasa de referencia congruente en todo momento tanto con la convergencia ordenada y sostenida de la inflación a la meta, como con un ajuste adecuado de la economía y de los mercados financieros.

Un miembro subrayó que, en contraste con otras economías, México otorgó un reducido estímulo monetario en 2020 y comenzó a retirarlo anticipadamente en 2021, a pesar de sus fundamentos sólidos. Apuntó que actualmente la postura monetaria de México es de las menos acomodaticias entre economías emergentes, solo superada por economías con conflictos geopolíticos o fundamentos macroeconómicos deteriorados. Opinó que, dado el mandato de estabilidad de precios, el aumento de tasas está justificado, sobre todo para preservar la estabilidad financiera. Sin embargo, consideró que la duda es sobre subir 25 o

50 puntos base. Cuestionó los argumentos para acelerar el apretamiento. Primero, la tasa real no ha cambiado significativamente a pesar de los aumentos previos. Al respecto, apuntó que dichos aumentos crearon la expectativa de una inflación más permanente, por lo que no se incidió sobre la tasa real. Segundo, en cuanto a la posibilidad de que los ajustes de la Reserva Federal pudieran ser mayores a lo anticipado, enfatizó que esta institución ha reiterado que el ajuste en sus tasas será gradual. Agregó que si el ajuste fuera mayor al esperado, el Banco de México toma sus decisiones en fechas cercanas a las de la Reserva Federal, por lo que habría tiempo para reaccionar y, en este sentido, consideró innecesario adelantarse o sobrereaccionar ante las acciones de dicho banco central. Añadió que, dada su solidez macroeconómica, México puede enfrentar de mejor manera un ciclo restrictivo por parte de dicho Instituto. Tercero, consideró que, si bien otras economías emergentes han incrementado sus tasas aceleradamente, la variable relevante es el nivel de las tasas y que México sigue teniendo una de las tasas más altas entre estas economías. Notó que el mayor ajuste en otras economías obedece a que antes las redujeron más pronunciadamente o porque enfrentan problemas idiosincrásicos. Consideró que el fenómeno inflacionario actual se explica mayormente por factores vinculados a la evolución de la pandemia y que, ante estas presiones exógenas, es muy poco lo que podría hacer una postura monetaria más restrictiva. Añadió que se debe considerar el costo asociado a una tasa más alta, ya que existe el riesgo de llegar demasiado pronto a una postura restrictiva que afecte a la recuperación económica. Agregó que ello generaría mayor aversión al riesgo e inestabilidad macroeconómica, lo que podría traducirse en presiones cambiarias y sobre los precios, dificultando alcanzar el objetivo del Banco de México. Mencionó que las acciones del Banco y su forma de comunicarlas inciden tanto en las expectativas como en el proceso de formación de precios.

Otro miembro consideró que, algunas lecturas de la inflación y sus expectativas han comenzado a moverse en la dirección correcta. No obstante, notó que aún es necesario apuntalar la trayectoria descendente de la inflación, dado que las presiones no se han disipado, y buscar que el balance de riesgos para la inflación asuma un carácter más neutral y simétrico alrededor de las proyecciones de mediano plazo. Comentó que existe evidencia empírica de una correlación positiva entre niveles altos de inflación y su grado de persistencia por lo

que, si las variaciones de precios no comienzan a revertirse, existe el riesgo de que la inflación se vuelva más persistente. Consideró que, a lo largo de este episodio inflacionario, las expectativas de inflación han sido más sensibles al incorporar incrementos cuando la inflación observada es mayor a lo previsto, pero han reaccionado menos cuando esta disminuye por algunos meses, lo que en su opinión sugiere que el descenso de la inflación debe apuntalarse más decididamente por parte de la política monetaria. Mencionó que el hecho de que la tasa real de interés ex-ante se haya incrementado desde la última reunión señala que la postura adoptada por el Banco de México es congruente con su mandato, pero agregó que es necesario continuar en esta dirección para incidir sobre las expectativas de corto y largo plazos. Sostuvo que, ante el anunciado ciclo de normalización monetaria de la Reserva Federal, las decisiones tomadas por el Banco de México desde el año pasado mantienen a nuestro país en una posición monetaria relativa sólida frente a la de Estados Unidos, la cual se encuentra cerca de alcanzar, tanto en tasas nominales como reales, el diferencial máximo observado en el último ciclo. Argumentó que, bajo distintas métricas macroeconómicas, México se encuentra bien posicionado respecto de ciclos monetarios previos, por lo que no debe asumirse una regla mecánica respecto de los cambios de la Reserva Federal, sino actuar valorando toda la información disponible en cada momento del tiempo. Opinó que el Banco de México enfrenta un escenario de una lenta recuperación económica y una inflación persistente, sobre todo en el componente subyacente, lo que representa una combinación compleja. Consideró que el mantener una posición monetaria robusta frente a la persistencia de la inflación permitirá atender mejor los retos hacia adelante, en cumplimiento con el mandato constitucional de estabilidad de precios.

Un miembro destacó que nuevamente se registró una inflación subyacente mayor a lo anticipado en enero, una revisión al alza en las expectativas de mediano plazo y una nueva trayectoria de pronóstico para la inflación por encima de la publicada anteriormente. Advirtió que la inflación actual no es un fenómeno temporal enfocado en los precios de ciertos genéricos y que, de no responder con más energía, existe el riesgo de un episodio inflacionario de mayor persistencia y de un desanclaje de expectativas de largo plazo, lo cual mermaría la eficacia del canal de expectativas, que es el más relevante para la política monetaria. Consideró que, ante la aparición continua de choques no anticipados, los ajustes prescritos por los modelos

monetarios no han sido suficientes para alcanzar la convergencia inflacionaria. Destacó que, hasta el momento, ante el continuo incremento de la inflación esperada, los aumentos en la tasa de referencia se han visto neutralizados en la tasa de interés real ex ante. Afirmó que, en su opinión, la disyuntiva actual es entre mantener el ritmo actual de 50, o aumentarlo a 75 puntos base. Consideró que la decisión debe buscar el equilibrio entre tres factores: una inflación elevada que no cede, que es el factor prioritario, el inminente incremento de tasas por parte de la Reserva Federal y las condiciones cíclicas adversas de la economía. Notó que, si bien el Banco de México comenzó el ciclo un poco antes y desde un nivel menos expansivo que la mayoría de los bancos centrales, de no acelerar el apretamiento, quedará rebasado por la mayoría, ya que algunos países han incrementado sus tasas a un ritmo de tres dígitos en sus últimas reuniones, con intención de mantener este ritmo. Argumentó que se debe adoptar un ritmo de ajuste que sincronice los ciclos monetarios interno y global. Se requiere ajustar la postura monetaria relativa siendo cautelosos con el margen de maniobra para posibles desviaciones del ciclo de alzas de la Reserva Federal a fin de atender de manera no mecánica los efectos inflacionarios de corto y mediano plazos y el equilibrio de los factores ya mencionados. Agregó que, pese a que la posición cíclica de la economía pareciera dar cierto espacio, la inflación subyacente fundamental mantiene una fuerte tendencia al alza. Recalcó que el principal reto es controlar la inflación subyacente, que se ubica por encima de 6%, mantiene una trayectoria inercial al alza y es persistente. Destacó que hay que actuar para preservar el anclaje de expectativas de largo plazo y mantener la credibilidad del Banco de México con su objetivo prioritario de estabilidad de precios. Consideró que la lección de la experiencia reciente es que no se debe subestimar la astringencia monetaria necesaria para anclar las expectativas y asegurar el cumplimiento del mandato de estabilidad de precios, lo cual constituye la mejor contribución social al país, ya que descuidarlo implicaría efectos regresivos sobre la población más vulnerable.

Otro miembro destacó un dilema fundamental ante niveles de inflación históricamente elevados y persistentes, especialmente del componente subyacente, en un entorno internacional complejo y una economía que se contrajo durante los tercer y cuarto trimestres de 2021. Señaló que debe evaluarse el ritmo apropiado de reducción del estímulo monetario para garantizar la convergencia ordenada hacia la meta. Resaltó cuatro factores para actuar con determinación. Primero, análisis recientes sugieren que la presencia de una posible

inercia inflacionaria puede propiciar un desanclaje de las expectativas. Indicó que esto podría ocurrir si la inflación se sitúa sistemáticamente por encima de los pronósticos y estos tienden a ajustarse al alza, como ha ocurrido previamente. Segundo, las acciones de política monetaria no han logrado el efecto deseado sobre la tasa real de interés. Argumentó que subestimar sistemáticamente la inflación futura conlleva menores tasas reales a las congruentes con el proceso desinflacionario, lo que implica mantener tasas reales más altas en el futuro y por más tiempo. Tercero, un balance de riesgos para la inflación sesgado claramente al alza. Cuarto, los riesgos para la estabilidad financiera global que se han incrementado con la confirmación del ciclo restrictivo en Estados Unidos. Añadió que la ampliación en las condiciones de holgura no justifica una moderación de la postura monetaria pues el limitado impulso que podría lograrse no compensaría el costo del desanclaje de las expectativas, el cual implicaría un ajuste más agresivo en el futuro, con mayores costos para la población. Advirtió que el deterioro del panorama inflacionario ha incrementado el riesgo de que la convergencia de la inflación al objetivo siga retrasándose y afecte la dinámica de precios. Expresó que un incremento de 50 puntos base en la tasa de referencia contribuiría a mantener la congruencia entre la comunicación del objetivo prioritario y las acciones implementadas para lograrlo. Señaló que con ello se busca fortalecer el canal de expectativas y limitar las presiones de demanda. Añadió que esta medida posiciona al Instituto Central para enfrentar condiciones financieras globales más astringentes. Consideró fundamental que el comunicado señale que el balance de riesgos para la inflación continuó deteriorándose y refrende el compromiso con la estabilidad de precios. Finalmente, recordó que la mayor contribución que puede realizar el Banco Central para promover el crecimiento sostenido y elevar el bienestar de la población es garantizar el cumplimiento de su mandato constitucional. Destacó que con ello se logra sentar las bases de estabilidad y confianza necesarias para promover la inversión y una mejor asignación de recursos en la economía.

Un miembro señaló que el Banco de México ha enfrentado un entorno sin precedentes, en el cual choques atípicos, profundos y generalizados derivados de la pandemia, han implicado retos significativos para el cumplimiento del mandato de procurar la estabilidad del poder adquisitivo de la moneda. Expresó que el desafío principal es que la inflación alrededor del mundo ha alcanzado niveles no vistos en décadas. Argumentó que, ante los costos sociales y económicos derivados de altos

niveles de inflación, que afectan en mayor medida a la población de menores ingresos, la política monetaria debe continuar enfocándose en consolidar un ambiente de inflación baja y estable. Aseveró que permitir niveles de inflación elevados, considerando que las expectativas de inflación pueden ser susceptibles de seguir afectándose, podría erosionar la credibilidad de la política monetaria representando un obstáculo para la convergencia de la inflación a la meta, afectando los mercados financieros nacionales y la actividad económica. Consideró que en el escenario actual debe robustecerse el compromiso del Instituto Central con el cumplimiento de su mandato. Externó que es necesario que la respuesta de política monetaria sea congruente con la convergencia de la inflación a su meta en el horizonte de pronóstico y que procure mantener ancladas las expectativas de inflación. Opinó que la comunicación debe proveer certeza de que se tomarán las acciones necesarias para que el proceso de formación de precios no se contamine. Argumentó que lo anterior, además de repercutir favorablemente sobre la convergencia de la inflación hacia su meta, contribuirá a inducir condiciones ordenadas en los mercados cambiario y de renta fija, en un entorno en donde el ciclo monetario internacional puede generar volatilidad. Añadió que el panorama para la política monetaria se ha tornado más complejo, ante la perspectiva de un retiro más acelerado del estímulo monetario alrededor del mundo, particularmente en Estados Unidos. Señaló que en las próximas decisiones debe considerarse, como lo ha venido haciendo la Junta de Gobierno, la evolución de todos los determinantes de la inflación, incluidas sus expectativas, especialmente las de mayor plazo, las presiones de costos, las condiciones de holgura, la evolución de los mercados financieros y la política monetaria internacional. Expresó que debe tomarse en cuenta la evolución de los choques que han presionado a la inflación, evaluar si estos comienzan a mitigarse a medida que se vayan normalizando las condiciones económicas y, de igual manera, vigilar el riesgo de que surjan nuevos choques o que se amplíen los efectos de los ya observados.

3. DECISIÓN DE POLÍTICA MONETARIA

La Junta de Gobierno evaluó la magnitud y diversidad de los choques que han afectado a la inflación y sus determinantes, el riesgo de que se contaminen las expectativas de mediano y largo plazos y la formación de precios, así como los mayores retos ante el apretamiento de las condiciones monetarias y financieras globales. Con base en ello decidió, en esta ocasión, incrementar en

50 puntos base el objetivo para la Tasa de Interés Interbancaria a un día a un nivel de 6.00%. Con esta acción, la postura de política monetaria se ajusta a la trayectoria que se requiere para que la inflación converja a su meta de 3% dentro del horizonte de pronóstico.

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

4. VOTACIÓN

Victoria Rodríguez Ceja, Galia Borja Gómez, Irene Espinosa Cantellano y Jonathan Ernest Heath Constable votaron a favor de aumentar el objetivo para la Tasa de Interés Interbancaria a un día en 50 puntos base a un nivel de 6.00%. Gerardo Esquivel Hernández votó a favor de aumentar el objetivo para la Tasa de Interés Interbancaria a un día en 25 puntos base a un nivel de 5.75%.

5. OPINIONES/VOTOS DISIDENTES

Voto. Gerardo Esquivel Hernández

El previsible inicio de un ciclo restrictivo por la Reserva Federal tendrá implicaciones importantes para los mercados internacionales. Banco de México deberá estar alerta y preparado para tomar las acciones necesarias para garantizar la estabilidad financiera del país. De junio a la fecha, la tasa objetivo en México aumentó en 150 puntos base, misma magnitud en la que aumentó el diferencial de tasas con respecto a Estados Unidos. Esto implica que ya nos hemos adelantado en esta materia, por lo que considero que un aumento de 25 puntos base debería ser suficiente para enfrentar la incertidumbre previa al inicio del mencionado ciclo. Por otro lado, debe recordarse que la inflación general alcanzó un máximo en la segunda quincena de noviembre y que ya ha comenzado a descender. Además, si bien la inflación subyacente ha seguido aumentando, se anticipa que esta alcanzará su máximo en el primer trimestre de este año y que a partir de ahí también comenzará su descenso. Reitero que no considero oportuno adelantarse demasiado al proceso de normalización de tasas en Estados Unidos porque ello nos puede llevar demasiado pronto a una

postura monetaria muy restrictiva, la cual puede tener efectos contraproducentes en materia económica y financiera.

ANEXO

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

A.1. Condiciones externas

A.1.1. Actividad económica mundial

La actividad económica mundial siguió recuperándose durante el cuarto trimestre de 2021, si bien a un ritmo menor al esperado ante los persistentes cuellos de botella en las cadenas de suministro y el repunte de contagios por la variante Ómicron del virus SARS-CoV-2. Esta recuperación siguió siendo heterogénea entre países y sectores debido a las diferencias en la evolución de la pandemia y en los procesos de vacunación, así como a las distintas respuestas de las autoridades sanitarias, monetarias y fiscales. Los índices prospectivos han mostrado una moderación de las actividades de servicios, mientras que las industriales han mantenido una recuperación gradual (Gráfica 1).

La inflación a nivel global siguió aumentando como resultado de presiones en los precios de un número más amplio de rubros. Estas presiones han sido consecuencia de los cuellos de botella en la producción, la recomposición del gasto hacia mercancías, de los elevados precios de alimentos y energéticos, así como de la recuperación de algunos servicios afectados por la pandemia. Con ello, en la mayoría de las principales economías, tanto avanzadas como emergentes, la inflación se mantuvo por encima de los objetivos de sus bancos centrales.

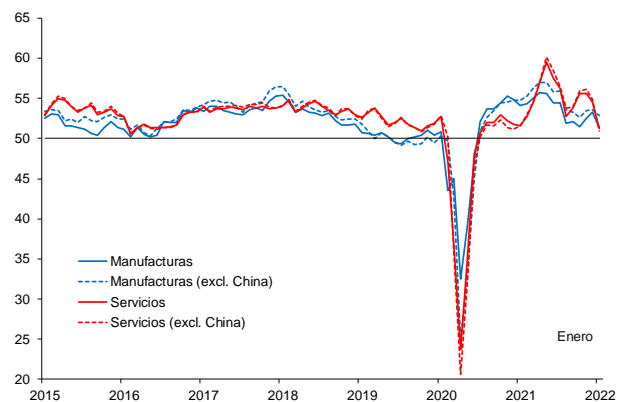
Los bancos centrales de la mayoría de las principales economías avanzadas continuaron con el ajuste a su postura monetaria, ya sea en algunos casos mediante un menor ritmo de compra de activos, incrementos en su tasa de interés de referencia o el anuncio de que esta se aumentará pronto. En las economías emergentes, un amplio número de bancos centrales continuaron incrementando sus tasas de interés de referencia.

¹ Expresado como tasa trimestral anualizada ajustada por estacionalidad, el crecimiento del PIB de Estados Unidos en el

En este entorno, los mercados financieros internacionales registraron un comportamiento positivo en la segunda mitad de diciembre, aunque con mayor volatilidad y aversión al riesgo en enero, asociadas a los ajustes en la política monetaria por parte de algunas de las economías de importancia sistémica y a la expectativa de un retiro más acelerado de lo anticipado del estímulo monetario ante el continuo aumento de la inflación global. En este contexto, se registró un apretamiento de las condiciones financieras en el que las tasas de interés aumentaron y el dólar se fortaleció moderadamente.

La evolución de la economía global continúa sujeta a un alto grado de incertidumbre, especialmente asociada a la pandemia o su posible conversión a endemia, al proceso de vacunación mundial, a las distorsiones en las cadenas de suministro, a la evolución de las presiones inflacionarias, a ajustes en las condiciones monetarias y financieras, y a la evolución de las tensiones geopolíticas en diversos países.

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



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

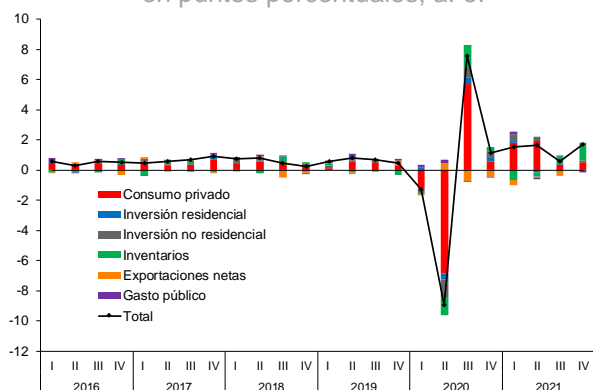
En Estados Unidos, en el cuarto trimestre de 2021 la actividad económica aceleró su ritmo de expansión, al aumentar 1.7% a tasa trimestral ajustada por estacionalidad, luego de registrar un crecimiento de 0.6% el trimestre previo (Gráfica 2).¹ A lo anterior contribuyó principalmente una recuperación en la inversión en inventarios, así como un repunte moderado en el consumo de los hogares, a su vez favorecido por las condiciones financieras aún

tercer trimestre de 2021 fue de 2.3% y de 6.9% en el cuarto trimestre.

acomodaticias, los favorables balances financieros de los hogares y la sólida recuperación del empleo. La inversión fija tuvo una recuperación moderada, limitada por el incremento de los precios de los bienes de capital. En contraste, la inversión residencial y el gasto gubernamental contribuyeron negativamente al crecimiento del trimestre. Por su parte, las exportaciones netas tuvieron una contribución nula al crecimiento ya que, si bien las exportaciones tuvieron una contribución positiva, esta fue contrarrestada por la contribución negativa de las importaciones.

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.

La producción industrial de Estados Unidos se contrajo 0.1% a tasa mensual en diciembre, luego de expandirse 0.7% en noviembre. Dicha moderación reflejó una contracción de 1.5% en la generación de gas y electricidad y de 0.3% en la actividad manufacturera, misma que se explica en gran medida por el descenso de la producción automotriz, la cual siguió resintiéndose los efectos de los cuellos de botella y la escasez de semiconductores. Lo anterior se vio contrarrestado por la expansión de 2% en la minería, que reflejó principalmente las ganancias en el sector del petróleo y el gas. El índice de gerentes de compras del sector manufacturero sugiere que este sector mantendrá su recuperación, si bien se espera que continúe limitado por la persistencia de cuellos de botella, los elevados costos de los insumos y la escasez de mano de obra.

El mercado laboral en Estados Unidos siguió registrando una mejoría en diciembre y enero a pesar del mayor ausentismo provocado por el

repunte de los contagios de la variante Ómicron del virus SARS-CoV-2. La nómina no agrícola aumentó en 489 mil plazas en promedio en esos meses, después de expandirse en 647 mil plazas en noviembre, reflejando una continua expansión del empleo en los servicios privados. El nivel de empleo en enero se ubicó por debajo del nivel registrado antes de la pandemia en 2.9 millones de plazas. Por su parte, el ligero aumento en la tasa de desempleo de 3.9% en diciembre a 4.0% en enero, obedeció, principalmente, a un aumento en la participación de la fuerza laboral.

En la zona del euro, el crecimiento de la actividad económica mostró una moderación durante el cuarto trimestre de 2021, al registrar una tasa trimestral ajustada por estacionalidad de 0.3% luego de expandirse 2.3% en el tercer trimestre.² La actividad económica ha seguido recuperándose de manera gradual en la región e incluso el PIB recuperó su nivel previo a la pandemia, apoyado por el impacto positivo de los estímulos monetarios y fiscales en la demanda interna. No obstante, el menor ritmo de crecimiento respondió a la menor movilidad asociada al repunte de contagios de COVID-19, a las afectaciones a las cadenas productivas, al aumento marcado de los precios de la energía, y a la escasez de materiales, equipo y mano de obra. La tasa de desempleo disminuyó de 7.1% en noviembre a 7.0% en diciembre. Por su parte, los índices de gerentes de compras sugieren una desaceleración del sector de servicios en el primer trimestre del año y una recuperación gradual de la actividad manufacturera.

En Japón, la información disponible sugiere que la actividad económica, luego de contraerse a una tasa trimestral ajustada por estacionalidad de 0.9% durante el tercer trimestre de 2021, repuntó durante el cuarto trimestre.³ Ello reflejaría la normalización de las actividades productivas tras el levantamiento del estado de emergencia en octubre, menores restricciones de oferta, un consumo privado sólido y niveles de movilidad altos, a pesar del incremento de nuevos casos de COVID-19 a finales de 2021. Por su parte, la tasa de desempleo disminuyó ligeramente de 2.8% en noviembre a 2.7% en diciembre. Los índices de gerentes de compras sugieren que la actividad en el sector manufacturero continuaría expandiéndose y que el sector de servicios se contraería.

En las principales economías emergentes, el crecimiento del cuarto trimestre de 2021 también fue

² Expresado como tasa trimestral anualizada ajustada por estacionalidad, la variación del PIB de la zona del euro fue de 1.2% en el cuarto trimestre de 2021 y de 9.4% el tercero.

³ Expresado como tasa trimestral anualizada ajustada por estacionalidad, la variación del PIB de Japón fue de -3.6% en el tercer trimestre de 2021.

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 Asia Emergente, la información disponible apunta a un repunte en el ritmo de crecimiento del PIB en la mayoría de las economías, debido, en parte, a niveles de movilidad relativamente altos a pesar de la nueva ola de contagios. En China, se observó una recuperación, al pasar de un crecimiento trimestral ajustado por estacionalidad de 0.7% en el tercer trimestre a uno de 1.6% en el cuarto, al desvanecerse tanto los efectos de la imposición de restricciones estrictas para contener los casos de COVID-19 en algunas regiones, como las medidas de racionamiento de energía implementadas en el tercer trimestre.⁴ En América Latina, los indicadores apuntan a un menor ritmo de recuperación de la actividad económica en la mayoría de los países, mientras que en Europa Emergente los indicadores disponibles sugieren que la recuperación se ha dado a un ritmo heterogéneo, dependiendo de las restricciones adoptadas ante el resurgimiento de casos de COVID-19 en algunas economías de la región.

Los precios internacionales de las materias primas registraron un comportamiento al alza desde la última decisión de política monetaria en México. Los precios del petróleo aumentaron, e incluso alcanzaron en febrero de 2022 su nivel más alto desde hace más de siete años. Ello como resultado de la decisión de la Organización de Países Exportadores de Petróleo (OPEP) y otros productores de mantener recortes en la producción, de las dificultades técnicas que han impedido a varios miembros alcanzar sus cuotas de producción, de la continua recuperación de la demanda por petróleo y de los riesgos al suministro que suponen las crecientes tensiones geopolíticas en zonas de Europa del Este y Medio Oriente. Los precios del gas natural aumentaron en Estados Unidos como resultado de las bajas temperaturas registradas en el noroeste de dicho país a principios de año, mientras que en el mercado europeo los precios de referencia disminuyeron por el efecto de las previsiones de temperaturas más cálidas en Europa, la menor demanda en Asia y el mayor volumen de importaciones procedentes de países como Estados Unidos y Noruega, lo cual ha contribuido a compensar el menor flujo de gas natural de Rusia a la región. Por su parte, el precio de la mayoría de los granos aumentó ante la incertidumbre en torno a la oferta mundial ocasionada por las afectaciones por sequía a las cosechas en Argentina y Brasil, así

como por los conflictos geopolíticos en importantes regiones productoras, como Ucrania. Los precios de la mayoría de los metales industriales mostraron una tendencia al alza desde la última decisión de política monetaria en México. El precio del acero se vio impulsado por las expectativas de una mayor demanda, principalmente de China, en un entorno de bajos niveles de inventarios. Asimismo, los precios del aluminio y del cobre se incrementaron significativamente debido a una sólida demanda y al incremento en los precios de la energía y otros insumos.

A.1.2. Política monetaria y mercados financieros internacionales

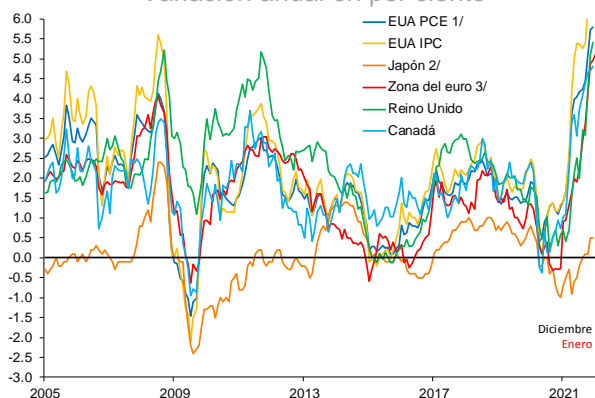
La inflación a nivel mundial, tanto general como subyacente, continuó aumentando, reflejando presiones en los precios de un número más amplio de rubros, si bien persiste heterogeneidad entre países. Lo anterior ha sido resultado de los cuellos de botella en las cadenas productivas, de la recomposición del gasto hacia mercancías por parte de los hogares, de los elevados precios de alimentos y energéticos, y de la recuperación de algunos servicios afectados por la pandemia.

La inflación general en la mayoría de las principales economías avanzadas continuó ubicándose por encima de los objetivos de sus bancos centrales, con excepción de Japón, cuya inflación se mantiene en niveles bajos (Gráfica 3). En este contexto, las expectativas de inflación de corto plazo provenientes de encuestas siguieron aumentando para estas economías, al tiempo que aquellas de mayor plazo derivadas de instrumentos financieros han mostrado, en general, movimientos acotados.

⁴ Expresado como tasa anual, el crecimiento del PIB de China fue de 4.0% en el cuarto trimestre de 2021 y de 4.9% en el tercero.

Gráfica 3
Economías Avanzadas Seleccionadas:
Inflación General

Variación anual en por ciento



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

2/ 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.

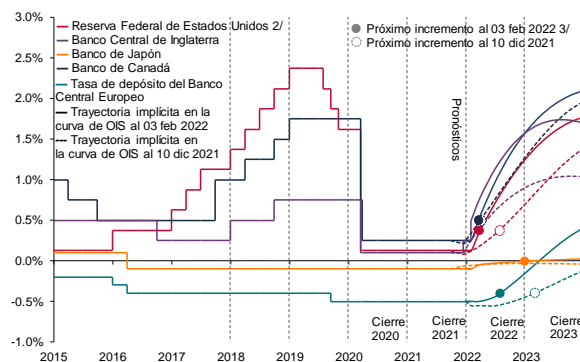
3/ Cifras preliminares para enero.

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

En la mayoría de las principales economías emergentes, la inflación continuó aumentando. Ello como resultado de los efectos de la pandemia y, en algunos casos, por la depreciación del tipo de cambio. En la mayoría de estas economías la inflación se mantuvo por encima del objetivo de sus bancos centrales, con excepción de algunas de la región asiática, tales como Indonesia y China.

En este contexto, los bancos centrales de la mayoría de las principales economías avanzadas continuaron el ajuste de su postura monetaria, ya sea mediante un menor ritmo de compras netas de activos, en algunos casos por incrementos en su tasa de interés de referencia o el anuncio de que esta se aumentará pronto. Lo anterior, aunado al continuo aumento en la inflación global generó expectativas de una reducción más acelerada del estímulo monetario a nivel global. En este sentido, las expectativas extraídas de instrumentos financieros prevén un ritmo de alzas en las tasas de interés en la mayoría de las principales economías avanzadas más rápido de lo que se esperaba anteriormente, anticipando incrementos a lo largo de 2022 y 2023 (Gráfica 4).

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



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

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

3/ Para la Reserva Federal y el Banco de Canadá se asume un primer incremento de 25 bps y para el Banco Central Europeo y el Banco de Japón de 10 bps. Para el Banco de Inglaterra no se marca la fecha del próximo incremento dado que ya comenzó con su ciclo de alza de tasas.

Fuente: Banco de México con datos de Bloomberg.

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

- i) En su reunión de enero, la Reserva Federal mantuvo sin cambio su rango objetivo de entre 0.0 y 0.25% para la tasa de fondos federales. Indicó que, con una inflación muy por encima de 2% y un mercado laboral sólido, el Comité Federal de Mercado Abierto (FOMC) espera que pronto será apropiado aumentar el rango objetivo para la tasa de fondos federales. Además, decidió que continuará con la reducción en el ritmo mensual de sus compras netas de activos y que estas concluirán a principios de marzo. Asimismo, dio a conocer una serie de principios para reducir el tamaño de la hoja de balance de la Reserva Federal. Señaló que espera que la reducción comience después de que haya iniciado el proceso de incremento de la tasa de fondos federales y que sería llevado a cabo de forma predecible, mediante ajustes a los montos de reinversión de los vencimientos de títulos. En relación al momento de incrementar las tasas de interés, el presidente de dicha Institución señaló en conferencia de prensa que, suponiendo que las condiciones sean apropiadas para hacerlo, el Comité podría considerar aumentar la tasa de fondos federales en su reunión de marzo. En este contexto, la trayectoria implícita en instrumentos financieros incorpora la expectativa de entre cuatro y cinco alzas para el cierre de 2022 y entre

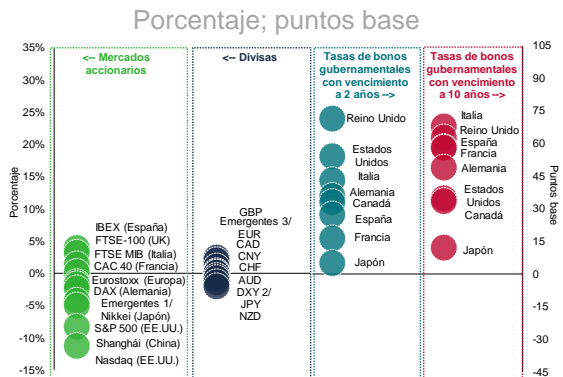
dos y tres alzas durante 2023. El presidente de dicha Institución declaró que las condiciones actuales de esa economía son distintas a las que detonaron el inicio de alzas en la tasa de referencia en 2015, al registrarse una mayor fortaleza de la actividad económica y del mercado laboral, así como mayores niveles de inflación, y que dichas diferencias probablemente tendrán implicaciones importantes para el ritmo apropiado de ajustes en la política monetaria.

- ii) En su reunión de febrero, el Banco Central Europeo confirmó las decisiones que anunció en su reunión previa. En particular, mantuvo sin cambio sus tasas de refinanciamiento, de depósitos y de préstamos, en 0.0, -0.5 y 0.25%, respectivamente. Asimismo, reiteró las condiciones bajo las cuales el Consejo de Gobierno espera que sus tasas de interés se mantengan en los niveles actuales o inferiores. Respecto de su Programa de Emergencia por la Pandemia (*PEPP*) reiteró que i) en el primer trimestre de este año el Consejo está realizando compras netas de activos a un ritmo menor que en el cuarto trimestre de 2021; ii) que finalizará las compras netas de activos a finales de marzo de 2022; y iii) que reinvertirá hasta, al menos, finales de 2024, el pago de principal de los títulos que alcancen su vencimiento. Además, mantuvo sin cambio el ritmo mensual de compras bajo su Programa de Compra de Activos (*APP*), en línea con lo anunciado en su decisión de diciembre, y se espera que las compras netas finalicen poco antes de que comience a subir las tasas de interés.
- iii) En su reunión de enero, 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. Reafirmó que espera que las tasas de interés se mantengan en sus niveles actuales o incluso menores. Por otro lado, si bien mantuvo sin cambio su programa de compra de activos, extendió un año la fecha límite para el desembolso de préstamos bajo su Medida de Provisión de Fondos para Estimular el Financiamiento Bancario.

En las principales economías emergentes, ante el aumento en la inflación y los riesgos que enfrentan en la formación de precios, un amplio número de bancos centrales ha seguido incrementando sus tasas de interés de referencia. Desde la última decisión de política monetaria en México, los bancos centrales de Brasil, Chile, Perú, Colombia, Hungría, Polonia, República Checa, Rusia y Sudáfrica, entre otros, aumentaron sus tasas de interés. El banco central de Turquía mantuvo sin cambio su tasa de interés en su última reunión, después de haberla disminuido en varias ocasiones anteriormente. Por su parte, el banco central de China anunció una disminución en su tasa de interés.

En el contexto descrito, desde la última decisión de política monetaria en México, los mercados financieros internacionales registraron un comportamiento positivo en la segunda mitad de diciembre y exhibieron una elevada volatilidad y mayor aversión al riesgo a mediados de enero. En particular, los mercados accionarios de la mayoría de las principales economías avanzadas, después de registrar un comportamiento positivo hacia finales de diciembre, exhibieron caídas significativas a inicios de enero, las cuales se han revertido parcialmente (Gráfica 5). Por su parte, los índices accionarios en las economías emergentes registraron, en general, un comportamiento positivo (Gráfica 6). Además, se registró un apretamiento en las condiciones financieras a lo largo del periodo ante la expectativa de una aceleración en el retiro del estímulo monetario en algunas economías avanzadas en respuesta a las presiones inflacionarias. Respecto a las tasas de interés de bonos gubernamentales de las principales economías avanzadas, se observó un aumento en las tasas de interés de corto y largo plazo. De igual forma, las tasas de interés de largo plazo de economías emergentes exhibieron aumentos. En los mercados cambiarios, el dólar se fortaleció moderadamente frente a la mayoría de las divisas de economías avanzadas durante enero, si bien revirtió esta tendencia recientemente. Por su parte, las divisas de economías emergentes exhibieron en general un sesgo moderado a la apreciación. Finalmente, se observaron salidas moderadas de flujos de capital dedicados a los mercados de renta fija en la mayoría de las economías emergentes, con excepción de algunas economías como China, donde además se registraron entradas significativas a los mercados de renta variable.

Gráfica 5 Variación de Indicadores Financieros Seleccionados del 10 de diciembre de 2021 al 3 de febrero de 2022



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%.

Nota: Un movimiento hacia arriba en las divisas indica apreciación.
Fuente: Bloomberg y ICE.

Gráfica 6 Desempeño de activos de países emergentes seleccionados a partir del 13 de diciembre de 2021

Porcentaje, puntos base

Región	País	Divisas	Bolsas	Tasas de interés 2A	Tasas de interés 10A	CDS
América Latina	México	2.14%	3.13%	54	29	-1
	Brasil	7.19%	4.57%	78	77	-9
	Chile	3.59%	5.91%	52	36	-10
	Colombia	-1.07%	13.25%	82	79	8
	Perú	-4.89%	10.74%	30	18	-3
Europa emergente	Rusia	-3.45%	-2.06%	94	89	94
	Polonia	2.35%	0.95%	85	83	-6
	Turquía	2.51%	-4.72%	-28	125	13
	Rep. Checa	4.98%	1.96%	107	78	1
	Hungría	3.93%	4.60%	66	66	4
Asia	China	0.09%	-8.68%	-37	-18	5
	Malasia	1.02%	1.16%	8	12	5
	India	1.22%	2.19%	39	51	7
	Filipinas	-1.41%	3.63%	20	3	12
	Tailandia	0.62%	2.58%	-2	13	-1
	Indonesia	-0.10%	0.67%	22	13	8
África	Sudáfrica	4.41%	5.27%	28	-23	-10

Nota: Un movimiento positivo en las divisas indica apreciación. 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 cuatro años.

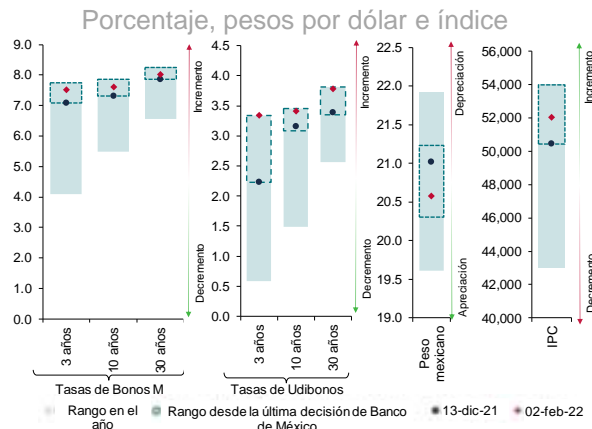
Fuente: Bloomberg.

A.2. Evolución de la economía mexicana

A.2.1. Mercados en México

En el contexto internacional descrito, en los mercados financieros nacionales el tipo de cambio se apreció y las tasas de interés aumentaron (Gráfica 7).

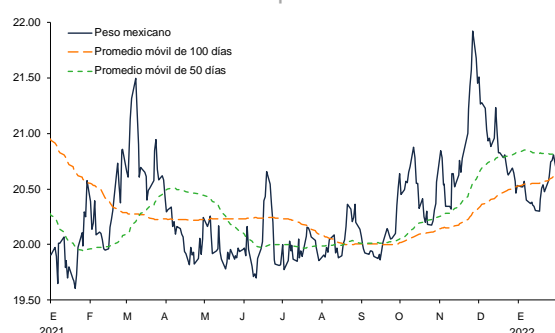
Gráfica 7 Desempeño y Condiciones de Operación de Mercados Mexicanos



Fuente: Elaboración de Banco de México

En el caso de la moneda nacional, esta operó en un rango de 93 centavos, entre 20.30 y 21.23 pesos por dólar, terminando el periodo con una apreciación de 2.14% (Gráfica 8). Ello, en un contexto en el que las condiciones de operación, tanto realizadas como prospectivas, mostraron una mejora con respecto al periodo anterior.

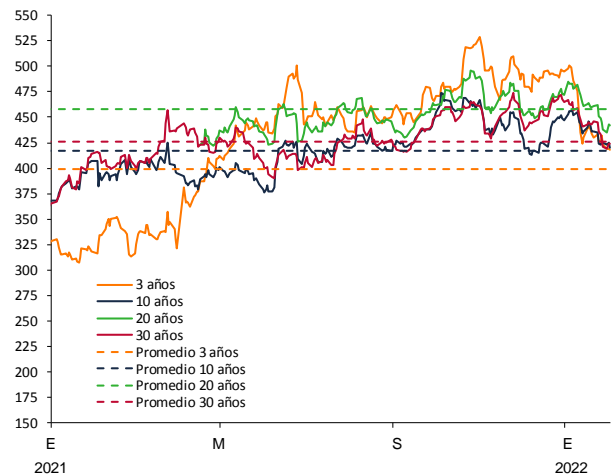
Gráfica 8 Tipo de Cambio del Peso Mexicano con Promedios Móviles



Fuente: Elaboración de Banco de México

Las tasas de interés de los valores gubernamentales presentaron una dinámica de aplanamiento (Gráfica 9), observándose incrementos de hasta 69 puntos base en los bonos de menor duración, e incrementos de hasta 21 puntos base en los de mayor duración. Asimismo, la curva de rendimientos de instrumentos a tasa real mostró una dinámica similar, con incrementos de hasta 118 puntos base en el corto plazo y de 23 puntos base en el largo plazo. En este contexto, las primas de compensación por inflación y riesgo inflacionario implícitas en los diferenciales entre las tasas nominales y reales de instrumentos de mercado mostraron movimientos mixtos, si bien la mayoría de los plazos se ubican por arriba de 400 puntos base (Gráfica 10). Estos movimientos ocurrieron en un entorno en el que las condiciones de operación mostraron una mejora durante el periodo que comprende la decisión de política monetaria.

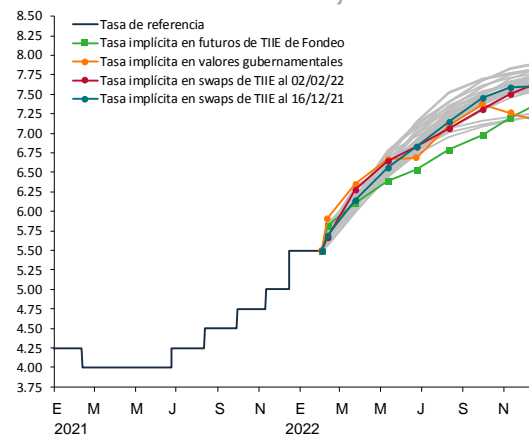
Gráfica 10
Compensación por Inflación y Riesgo
Inflacionario Implícita en las Curvas de Tasas de
Valores Gubernamentales
 Puntos base



Fuente: PIP

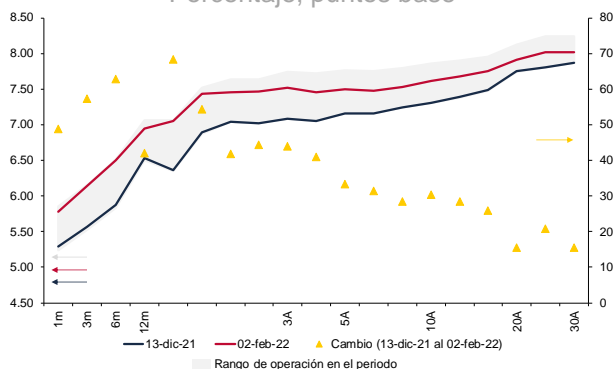
En lo que concierne a las expectativas de la trayectoria de la tasa de referencia de política monetaria, la información implícita en la curva de swaps de TIIE incorpora un incremento de alrededor de 78 puntos base en el acumulado para las reuniones de febrero y marzo de 2022, mientras que para el cierre de 2022 apunta a una tasa cercana a 7.62% (Gráfica 11). Por último, la mayoría de los analistas encuestados por Citibanamex anticipa que la tasa de interés de referencia incremente 50 puntos base a 6.00% en la decisión de febrero, mientras que para finales de 2022 anticipa una tasa de 6.75%.

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



Fuente: Elaboración de Banco de México con datos Bloomberg.

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.

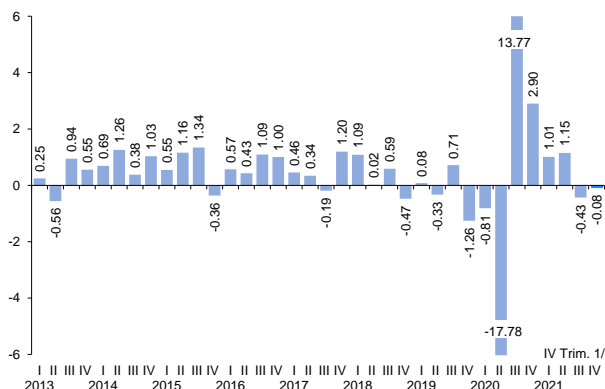
A.2.2. Actividad económica en México

De acuerdo con la estimación oportuna del PIB de México publicada por el INEGI, en el cuarto trimestre de 2021 la actividad económica se contrajo ligeramente (Gráfica 12), manteniendo un comportamiento heterogéneo entre sus sectores. Ello, en un entorno en el que prevaleció una elevada incertidumbre respecto de la evolución mundial de la pandemia, así como disrupciones en las cadenas globales de suministro.

Con relación a la demanda externa, en el cuarto trimestre de 2021 el valor de las exportaciones manufactureras registró un repunte como reflejo del dinamismo de las exportaciones no automotrices y de una incipiente recuperación de las automotrices (Gráfica 13).⁵ Por destino, las exportaciones manufactureras dirigidas a Estados Unidos mantuvieron una trayectoria al alza, al tiempo que las dirigidas al resto del mundo exhibieron un menor dinamismo.

Gráfica 12
Producto Interno Bruto

Variaciones porcentuales trimestrales, a. e.



a. e. / Cifras con ajuste estacional.

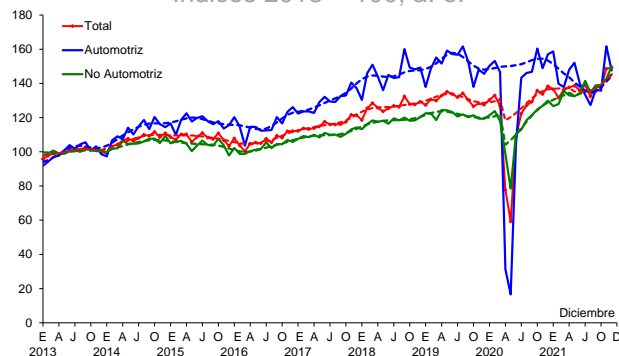
1/ La cifra correspondiente al cuarto trimestre de 2021 se refiere a la estimación oportuna del PIB trimestral publicada por el INEGI.

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

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

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.

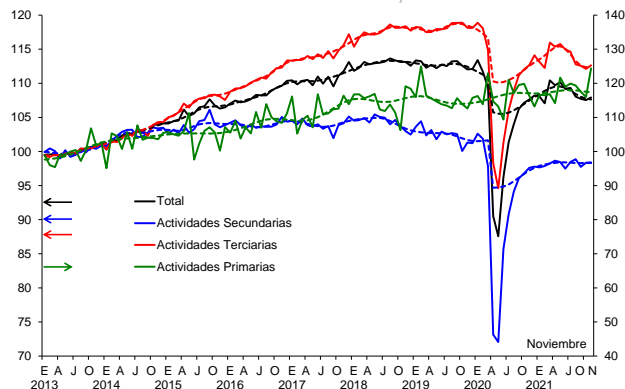
Con base en su indicador mensual, a principios del cuarto trimestre de 2021 el consumo privado mantuvo una moderada trayectoria al alza, si bien ubicándose aún por debajo del nivel observado en febrero de 2020. En cuanto a sus componentes, el consumo de bienes importados se reactivó, el de bienes de origen nacional continuó exhibiendo cierta atonía, y el de servicios siguió recuperándose gradualmente. Por su parte, luego de la caída registrada en septiembre, a inicios del último trimestre de 2021, la inversión fija bruta exhibió debilidad. Este comportamiento fue reflejo de retrocesos en el gasto de inversión en construcción y de un relativo estancamiento del componente de maquinaria y equipo.

Por el lado de la producción, en el último trimestre de 2021 en su conjunto la actividad económica continuó exhibiendo debilidad, si bien la información oportuna sugiere cierta reactivación en los últimos dos meses de 2021 (Gráfica 14). La actividad industrial exhibió un crecimiento modesto como resultado, en buena medida, del comportamiento de las manufacturas, al tiempo que la construcción registró un débil desempeño (Gráfica 15). Por su parte, las actividades terciarias mantuvieron un comportamiento heterogéneo entre sus sectores. En particular, en el bimestre octubre-noviembre se observaron contribuciones positivas al crecimiento en los servicios de transporte e información en medios masivos y de alojamiento temporal y de preparación de alimentos y bebidas. En contraste, presentaron una contribución negativa los servicios

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

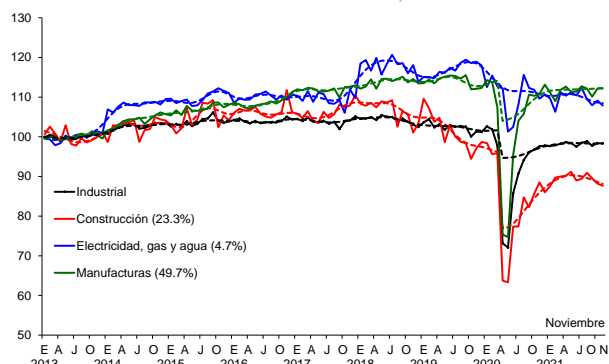
financieros e inmobiliarios; las actividades del gobierno y el comercio. Cabe mencionar que los servicios profesionales, corporativos y de apoyo a los negocios continuaron contribuyendo negativamente a la variación trimestral del agregado de las actividades terciarias.

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



a. e. / Serie con ajuste estacional y serie de tendencia. La primera se representa con la línea sólida y la segunda con la punteada.
1/ Cifras a septiembre de 2021.
2/ Cifras a octubre de 2021 del Indicador Mensual de la Actividad Industrial.
Fuente: Sistema de Cuentas Nacionales de México (SCNM), INEGI.

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

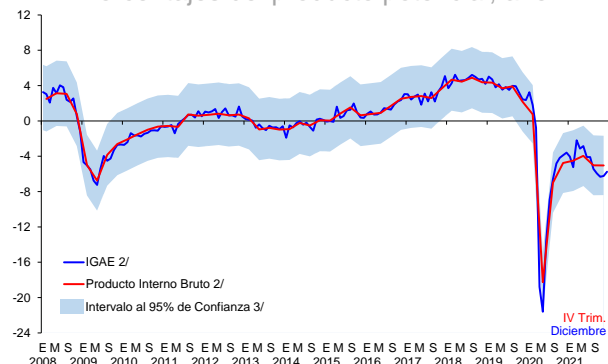


a. e. / Serie con ajuste estacional y serie de tendencia. La primera se representa con la línea sólida y la segunda con la punteada.
1/ Las cifras entre paréntesis corresponden a su participación en el total en 2013.
Fuente: Sistema de Cuentas Nacionales de México (SCNM), INEGI.

En cuanto a la posición cíclica de la economía, en el cuarto trimestre las condiciones de holgura mantuvieron una amplitud considerable (Gráfica 16). A su vez, al cierre de 2021 diversos indicadores del mercado laboral exhibieron un comportamiento mixto. En particular, la tasa de participación laboral y la razón de ocupación a población en edad de trabajar aumentaron por tercer mes consecutivo, en tanto que las tasas de desocupación nacional y

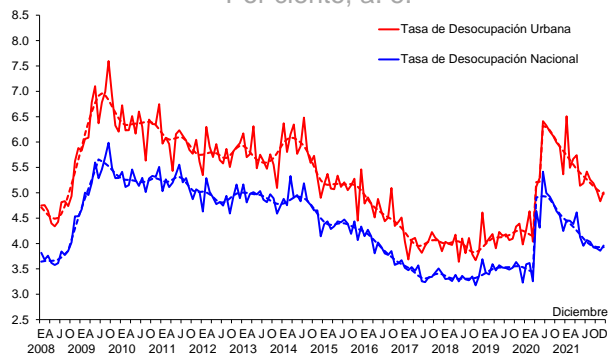
urbana aumentaron en el margen, manteniéndose en niveles por arriba de los registrados en febrero de 2020 (Gráfica 17). Por su parte, a principios de 2022, la creación de puestos de trabajo afiliados al IMSS mantuvo una senda de crecimiento con cifras ajustadas por estacionalidad. Finalmente, en noviembre el costo unitario de la mano de obra en el sector manufacturero hiló dos disminuciones en el margen, si bien se situó por arriba del nivel reportado previo a la emergencia sanitaria (Gráfica 18).

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



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

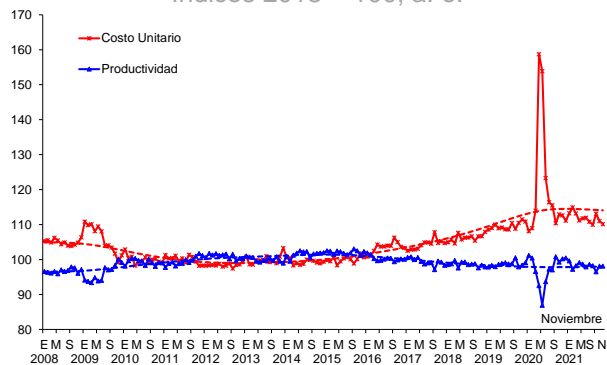
Gráfica 17
Tasa de Desocupación Nacional y Tasa de Desocupación Urbana
Por ciento, a. e.



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^N) (de julio en adelante).

Gráfica 18 Productividad y Costo Unitario de la Mano de Obra en el Sector Manufacturero ^{1/}

Índices 2013 = 100, a. e.



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

1/ Productividad con base en las horas trabajadas.

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

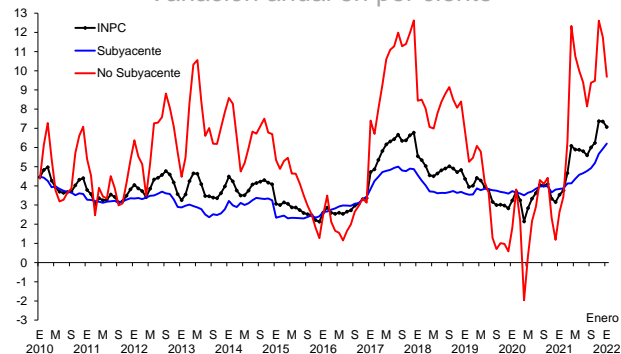
En diciembre de 2021, el financiamiento interno a las empresas siguió moderando su contracción en términos reales a tasa anual. Lo anterior se observó tanto para las empresas grandes, que presentaron un aumento en el saldo del crédito en el margen, como para las de menor tamaño, cuya cartera en los últimos seis meses ha tendido a expandirse. La demanda de crédito de las empresas continuó recuperándose, mientras que las condiciones de otorgamiento se mantuvieron relativamente estables en 2021, por lo que siguen siendo estrechas. Por su parte, en el cuarto trimestre de 2021 las emisiones netas de deuda corporativa en el mercado interno mostraron un bajo dinamismo. En cuanto al crédito a los hogares, la cartera de vivienda de la banca comercial continuó incrementándose, si bien a un ritmo menor en el último trimestre del año pasado en comparación con el resto de ese año. A su vez, el crédito bancario vigente al consumo redujo su contracción a tasa anual por noveno mes consecutivo. Destaca el dinamismo sostenido del crédito de nómina y el aumento en el saldo de la cartera de tarjetas de crédito desde septiembre de 2021. Ello, en un contexto en el que la demanda de crédito por parte de los hogares se ha recuperado de manera gradual. Respecto a las condiciones de otorgamiento de crédito a los hogares, estas se mantuvieron estables tanto en la cartera de la vivienda, como en la de consumo en general, luego de que se observaran relajamientos en los segmentos de nómina y tarjetas de crédito en los trimestres previos.

Las tasas de interés del crédito bancario a las empresas han seguido la dinámica de la tasa de fondeo bancario. Al cierre de 2021, los márgenes de intermediación del crédito a las empresas, con excepción de las emisoras, regresaron a niveles similares 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 octubre de 2021 las tasas de interés de tarjetas de crédito y de créditos personales registraron un nivel similar al observado durante el tercer trimestre de ese año. Así, los márgenes de intermediación del crédito al consumo continuaron situándose en niveles superiores a los observados antes de la pandemia. Respecto a la calidad de la cartera, en diciembre el índice de morosidad del crédito a las empresas se redujo y continuó en niveles bajos. El correspondiente al crédito hipotecario disminuyó por cuarto mes consecutivo e igualmente se situó en niveles bajos. Por último, los índices de morosidad de la cartera de consumo mantuvieron una tendencia a la baja, con lo que se situaron en niveles inferiores a los registrados antes del inicio de la pandemia, aunque continúan en niveles elevados.

A.2.3. Comportamiento y perspectivas de la inflación

Entre noviembre de 2021 y enero de 2022, la inflación general anual pasó de 7.37 a 7.07% (Gráfica 19 y Cuadro 1). Este resultado se explica por una reducción en la incidencia del componente no subyacente de 70 puntos base a la inflación general, la cual fue parcialmente compensada por un incremento en la contribución del componente subyacente de 40 puntos base.

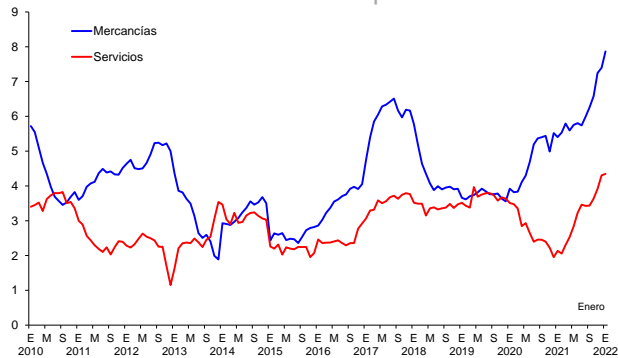
Gráfica 19 Índice Nacional de Precios al Consumidor Variación anual en por ciento



Fuente: Banco de México e INEGI.

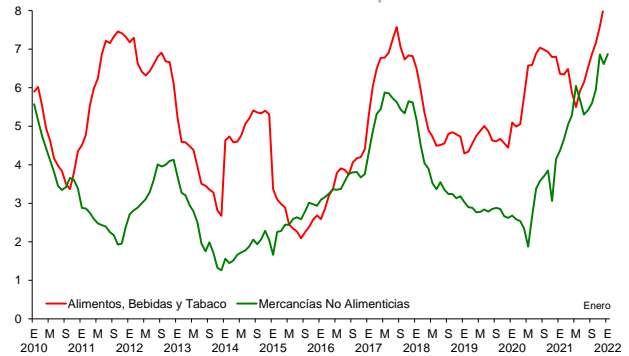
La inflación subyacente anual continuó aumentando, presionada por la mayor inflación de las mercancías y de los servicios. Luego de haberse incrementado en todos los meses de 2021, la inflación subyacente volvió a aumentar en enero de 2022, acumulando 14 meses consecutivos al alza. En particular, entre noviembre de 2021 y enero de 2022, este indicador pasó de 5.67 a 6.21%. A su interior, la inflación anual de las mercancías aumentó de 7.24 a 7.86% en las fechas referidas (Gráfica 20), presionada por el lento restablecimiento de los canales de distribución, el aumento en los costos de producción y la reasignación del gasto hacia ellas en el contexto de la pandemia. Estos efectos parecieran haberse extendido ante la aparición de la nueva variante del virus causante de COVID-19. A su vez, en los periodos referidos, la inflación anual de las mercancías alimenticias se ubicó en 7.59 y 8.76%, respectivamente, en tanto que la de las no alimenticias se situó en 6.86 y 6.88%, en el mismo orden (Gráfica 21). Por su parte, la inflación anual de los servicios aumentó de 3.92 a 4.35% en igual lapso impulsada por la reapertura de sus actividades y el incremento en la demanda que enfrentan, que había estado contenida por varios meses, favorecida además por el avance de las campañas de vacunación. En este sentido, entre noviembre de 2021 y enero de 2022, la variación anual del rubro de los servicios distintos a educación y vivienda registró niveles de 5.60 y 6.23%, respectivamente.

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



Fuente: Banco de México e INEGI.

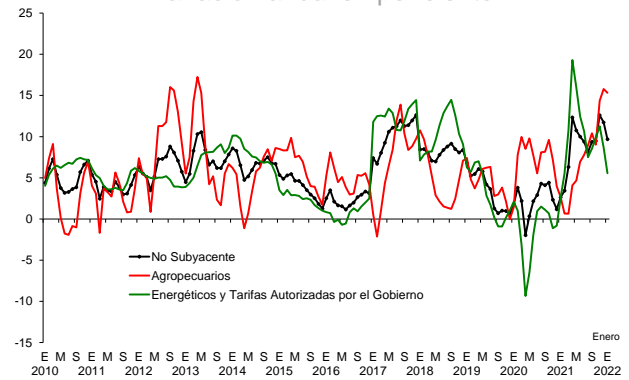
Gráfica 21
Subíndice Subyacente de las Mercancías
Variación anual en por ciento



Fuente: Banco de México e INEGI.

Entre noviembre de 2021 y enero de 2022, la inflación no subyacente anual disminuyó de 12.61 a 9.68% (Gráfica 22 y Cuadro 1). Este resultado reflejó el descenso de 15.41 a 6.75% en la inflación anual de los energéticos en el mismo lapso. Ello derivado, principalmente, de la reducción en la variación anual de los precios del gas L.P., que pasó de 23.97 a 3.15%, y, en menor medida, en la de las gasolinas, que registró niveles de 15.35 y 10.20% en las fechas mencionadas. Por su parte, la inflación anual de los productos agropecuarios aumentó de 14.36 a 15.32%, impulsada por las mayores variaciones anuales de los precios tanto de las frutas y verduras como de los productos pecuarios.

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 noviembre y enero la mediana para la inflación general para el cierre de 2022 aumentó de 4.03 a 4.27%, mientras que la correspondiente al componente subyacente pasó de 3.83 a 4.29%. A su vez, la mediana de las expectativas para la inflación general al cierre de 2023 se ajustó de 3.60 a 3.76%, en tanto que la mediana para la inflación subyacente aumentó de 3.55 a 3.60%. Por su parte, la mediana de las expectativas de inflación general para el mediano plazo disminuyó ligeramente de 3.68 a 3.64%, mientras que para la inflación subyacente la mediana se mantuvo en 3.60%. Las correspondientes al largo plazo se permanecieron alrededor de 3.50%. Finalmente, la compensación por inflación y riesgo inflacionario presentó volatilidad y se mantiene en niveles elevados. Al interior, las expectativas implícitas en instrumentos

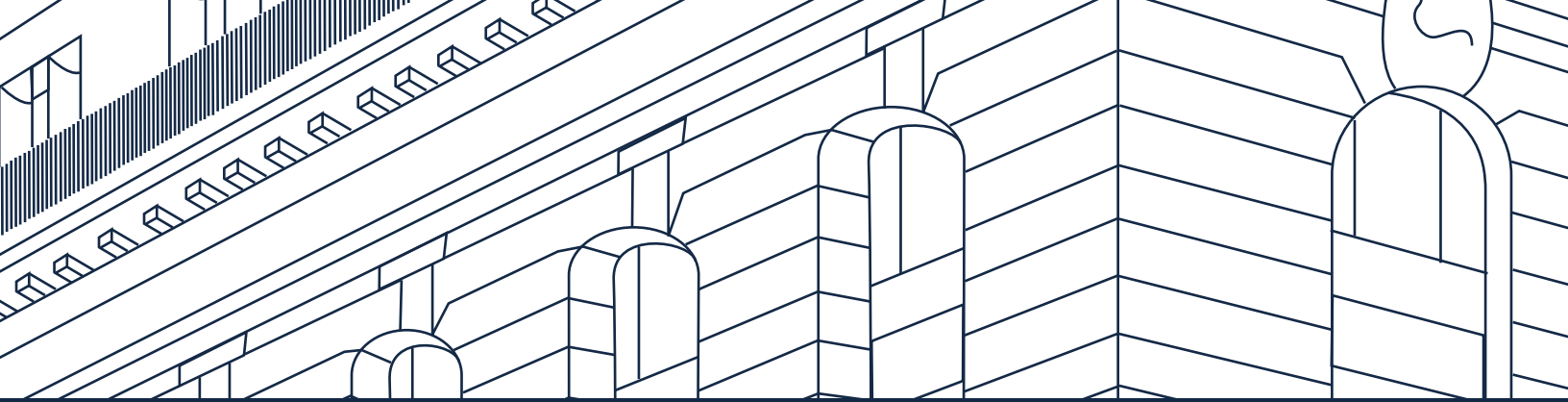
de mercado continuaron con su tendencia al alza, al tiempo que la prima por riesgo inflacionario continúa elevada.

Se prevé que las mediciones anuales de la inflación general y de la subyacente 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 de la inflación subyacente en niveles elevados; iv) depreciación cambiaria; y v) aumentos de precios agropecuarios y energéticos. A la baja: i) un efecto mayor al esperado 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 mantiene al alza.

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

Concepto	Noviembre 2021	Diciembre 2021	Enero 2022
INPC	7.37	7.36	7.07
Subyacente	5.67	5.94	6.21
Mercancías	7.24	7.40	7.86
Alimentos, Bebidas y Tabaco	7.59	8.11	8.76
Mercancías No Alimenticias	6.86	6.61	6.88
Servicios	3.92	4.30	4.35
Vivienda	2.46	2.54	2.61
Educación (Colegiaturas)	2.09	2.09	2.73
Otros Servicios	5.60	6.35	6.23
No Subyacente	12.61	11.74	9.68
Agropecuarios	14.36	15.78	15.32
Frutas y Verduras	17.80	21.73	18.44
Pecuarios	11.44	11.11	12.87
Energéticos y Tarifas Aut. por Gobierno	11.26	8.68	5.56
Energéticos	15.41	11.50	6.75
Tarifas Autorizadas por Gobierno	1.97	2.30	2.74

Fuente: INEGI.



BANCO DE MÉXICO®

Documento publicado el 24 de febrero de 2022

