



BANCO DE MÉXICO®

Minuta número 93

Reunión de la Junta de Gobierno del Banco de México, con motivo de la
decisión de política monetaria anunciada el 23 de junio 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: 22 de junio 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 mencionó que los indicadores disponibles sugieren que la actividad económica mundial se desaceleró durante el segundo trimestre, afectada principalmente por las restricciones a la movilidad en China y las repercusiones del conflicto bélico. Uno añadió el apretamiento en las condiciones financieras. Otro comentó que el desempeño continúa siendo heterogéneo entre países y sectores. Agregó que en Estados Unidos la disminución de los estímulos fiscales y monetarios ha comenzado a incidir en algunos componentes del PIB, como la inversión residencial, aunque el consumo sigue mostrando dinamismo. Uno señaló que la recuperación en dicha economía continúa, si bien con una reducción en la confianza del consumidor y debilitamiento de las expectativas de crecimiento. Por su parte, algunos mencionaron que los mercados laborales de las economías avanzadas continúan operando con fortaleza, con incrementos en salarios y en el número de vacantes.

La mayoría notó que las perspectivas de crecimiento para la economía mundial se

ajustaron a la baja. Uno mencionó que a ello contribuyeron el conflicto en Ucrania, los cierres parciales de actividades en China y condiciones financieras menos laxas. Puntualizó que, sin embargo, aún se prevé una expansión cercana a 3% para 2022 y 2023. La mayoría coincidió en que el panorama es incierto. Algunos comentaron que entre los riesgos globales destacan los asociados a la pandemia, la prolongación de las presiones inflacionarias, el agravamiento de las tensiones geopolíticas y mayores ajustes a las condiciones económicas, monetarias y financieras. Uno alertó sobre la creciente probabilidad de una desaceleración pronunciada, e incluso de recesión, en Estados Unidos. Otro apuntó que la expectativa de una contracción de la economía china durante el segundo trimestre del año puede tener implicaciones para la demanda global. La mayoría señaló que el balance de riesgos para la actividad económica mundial se encuentra sesgado a la baja.

Todos enfatizaron los elevados niveles que ha alcanzado la inflación global. La mayoría mencionó que en algunos casos se han registrado niveles no vistos en décadas. Señaló también que la inflación continuó presionada por la persistencia de los cuellos de botella, los efectos del conflicto geopolítico y la recuperación de la demanda. Destacó asimismo los elevados precios de las materias primas, especialmente de alimentos y energéticos. Uno añadió el impulso al gasto de los estímulos fiscales y monetarios otorgados en respuesta a la pandemia. Algunos enfatizaron que se observa un incremento de precios más generalizado. La mayoría comentó que en Estados Unidos la inflación al consumidor alcanzó 8.6% en mayo. Uno detalló que su inflación subyacente disminuyó marginalmente. Algunos notaron que en la zona del Euro la inflación aumentó a 8.1% en mayo y algunos indicaron que, en este contexto, las expectativas de inflación de corto plazo a nivel mundial siguieron aumentando. Uno puntualizó que la convergencia de la inflación hacia los objetivos de los bancos centrales continúa anticipándose hacia finales de 2023 e inicios de 2024. Otro alertó sobre la posibilidad de un mayor apretamiento en las condiciones laborales. Uno consideró que se mantiene un entorno para la inflación sumamente complejo y con un elevado grado de incertidumbre.

Todos comentaron que un amplio número de bancos centrales continuaron incrementando sus tasas de referencia. Algunos detallaron que esto es con el objetivo de moderar el gasto agregado. Todos mencionaron que, en su

decisión más reciente, la Reserva Federal aumentó el rango objetivo para la tasa de fondos federales en 75 puntos base y anticipó futuros incrementos. La mayoría añadió que dicho movimiento no se había observado desde 1994. **Algunos** puntualizaron que fue mayor a lo esperado. La mayoría agregó que, de acuerdo con información de los mercados financieros, se espera que la tasa de fondos federales llegue a niveles superiores al 3.5%. **Uno** notó que dicho nivel está por encima del rango neutral. Destacó que, por su parte, el Banco Central Europeo dejó inalterada la tasa de referencia en junio y anunció que la incrementaría en 25 puntos base en cada una de sus próximas dos decisiones. **Algunos** mencionaron que las economías emergentes también continuaron ajustando sus tasas al alza. **Uno** elaboró que, en la mayoría de los casos, la tasa de interés real ex-ante aún se encuentra por debajo de su nivel neutral. Apuntó que, dentro de este grupo, solo Brasil, Chile y México cuentan con tasas de interés real ex-ante positivas. Añadió que, si bien en los dos primeros casos la tasa de inflación es superior a 10%, México destaca por ser uno de los países de América Latina con menor tasa de inflación anual. **Otro** comentó que se mantienen expectativas de una reducción más acelerada del estímulo monetario a nivel global.

Todos notaron que, en este contexto, las condiciones financieras globales registraron un apretamiento adicional. La mayoría señaló que el dólar se fortaleció, que las tasas de interés aumentaron, especialmente en la parte corta de las curvas, y que los índices accionarios registraron caídas, en un contexto de aversión al riesgo. En cuanto a los mercados financieros de economías emergentes, **algunos** notaron que presentaron un desempeño negativo, con afectaciones en sus divisas. **Uno** también mencionó las afectaciones en los mercados accionarios y en las primas de riesgo medidas por los CDS. **Algunos** comentaron que las curvas de rendimiento se aplanaron. **Uno** agregó que se registraron flujos de salida en activos de renta fija y variable, principalmente de China y otras economías asiáticas. **Algunos** mencionaron que los procesos de normalización monetaria más abruptos que lo previsto podrían propiciar un mayor apretamiento y volatilidad en las condiciones financieras globales. **Uno** precisó que ello podría derivar en salidas de capital de las economías emergentes.

Actividad Económica en México

La mayoría coincidió en que se espera que en el segundo trimestre de 2022 se mantenga la recuperación económica. **Algunos** señalaron que esto ya se observa en ciertos indicadores oportunos. **Uno** comentó que la recuperación estaría apoyada por el mejor desempeño de las actividades terciarias.

Por el lado de la oferta, la mayoría señaló que la producción industrial siguió recuperándose en abril, ante el buen desempeño del sector manufacturero. **Algunos** agregaron que la actividad industrial se vio impulsada por varios de sus componentes, si bien precisaron que la construcción continúa mostrando atonía. **Algunos** destacaron que las afectaciones a la industria automotriz han disminuido. **Uno** puntualizó que el uso de la capacidad instalada del sector manufacturero registró máximos históricos. Señaló que en junio se observaron menores afectaciones por paros técnicos en las plantas armadoras, si bien la producción de vehículos ligeros aún no recupera sus niveles previos a la pandemia. **Algunos** resaltaron que la recuperación de los servicios continúa mostrando heterogeneidad. **Uno** notó una moderación marginal en las actividades de comercio al por menor y un mayor dinamismo en los servicios de esparcimiento, alojamiento y preparación de alimentos.

Por el lado de la demanda, la mayoría destacó que se ha mantenido la recuperación del consumo. Detalló que diversos determinantes del consumo permanecen en niveles elevados, como la confianza del consumidor, la masa salarial y las remesas. **Algunos** resaltaron que el indicador mensual del consumo privado lleva nueve meses consecutivos con aumentos en el margen. **Uno** señaló que esto ha estado impulsado, principalmente, por el consumo de servicios y de bienes no duraderos. **Otro** enfatizó que el consumo de bienes y servicios ya superó los niveles previos a la pandemia. **Algunos** agregaron que indicadores adelantados, como las ventas de la ANTAD y el gasto en tarjetas de crédito y débito, sugieren que el consumo privado continuó mejorando en el segundo trimestre. **La mayoría resaltó que la inversión mostró una mejoría en marzo, impulsada por el componente de maquinaria y equipo distintos al de transporte.** No obstante, puntualizó que la inversión continúa mostrando atonía, particularmente el componente de la construcción. **Uno** añadió el rezago que presenta la inversión en los componentes tanto de construcción como de equipo de transporte.

En cuanto al sector externo, la mayoría destacó el buen desempeño de las exportaciones manufactureras no automotrices. Uno detalló que ello se debió tanto a aumentos en el volumen como de sus precios. **Otro** resaltó el impacto de problemas en el suministro de los microprocesadores para las exportaciones automotrices en abril. **Uno** destacó que las importaciones no petroleras han presentado una dinámica ascendente importante, en especial las de bienes de capital, mientras que las de bienes intermedios y de consumo continuaron con una tendencia positiva, lo que ha incrementado el déficit de la balanza comercial.

La mayoría coincidió en que diversos indicadores del mercado laboral han seguido mejorando, si bien la recuperación continúa siendo incompleta. Notó también que las tasas de desocupación, subocupación y participación laboral, así como el empleo afiliado al IMSS, han seguido mostrando avances. Uno puntualizó que esto es particularmente cierto para la región norte del país y al interior de la industria de la transformación. **Otro** precisó que en abril las tasas de desocupación nacional y urbana se ubicaron en niveles bajos, en un entorno en que la tasa de participación laboral y la razón de ocupación a población en edad de trabajar continuaron acercándose a sus niveles pre-pandemia. **Uno** agregó que algunos indicadores experimentales de vacantes muestran que estas mantienen un buen ritmo de crecimiento. En este contexto, **algunos** notaron que las revisiones salariales nominales de los trabajadores afiliados al IMSS registraron un incremento anual de 11%, un nuevo máximo, mientras que las del sector privado alcanzaron un avance de 8.2%. No obstante, resaltaron que ciertos indicadores del mercado laboral, como la tasa de ocupación, presentan debilidad y siguen por debajo de los niveles pre-pandemia. **Uno** destacó que la población en edad de trabajar inactiva permanece por encima de lo observado antes de la pandemia. **Otro** agregó que el número de trabajadores afiliados al IMSS relativo a su nivel tendencial también ha mostrado debilidad.

La mayoría apuntó que las condiciones de holgura en la economía se han reducido. Estimó que se espera que sigan disminuyendo gradualmente. Sin embargo, **uno** especificó que el PIB de México sigue presentando un rezago con respecto tanto a la tendencia, como al nivel absoluto que prevalecían previo a la pandemia. Agregó que algunos servicios, como los de alojamiento y preparación de alimentos y los de esparcimiento, aún registran niveles de actividad por debajo de los niveles pre-pandemia. Ahondó en que todavía existe

espacio para que la economía pueda crecer conforme algunos servicios continúen recuperándose y algunas manufacturas recobren el uso de su capacidad instalada, sin que necesariamente se presenten presiones inflacionarias adicionales.

Algunos coincidieron en que se mantiene un entorno incierto para la recuperación económica. **Uno** señaló que, dada la incertidumbre sobre la evolución de la pandemia, la persistencia de disrupciones en las cadenas de suministro y de las presiones inflacionarias, y la expectativa de un mayor apretamiento de las condiciones monetarias, predomina un entorno económico global complejo que mantiene el balance de riesgos para el crecimiento económico sesgado a la baja.

Inflación en México

La mayoría mencionó que en la primera quincena de junio las inflaciones general y subyacente registraron tasas anuales de 7.88 y 7.47%, respectivamente, manteniéndose en niveles elevados. Uno destacó que la mayoría de los componentes del INPC han acelerado su crecimiento. Detalló que la inflación mensual en mayo superó las expectativas de los analistas y por tercer año consecutivo fue positiva cuando tradicionalmente era negativa. **Otro** apuntó que la inflación se ubica muy por encima del objetivo y que las presiones en el margen, medidas por las variaciones mensuales estandarizadas, continuaron durante mayo y junio. **Algunos** notaron que ciertas medidas de tendencia central reflejan presiones generalizadas. **Uno** detalló que en la primera quincena de junio el 45% de los artículos en la canasta del INPC presentó variaciones mensuales desestacionalizadas superiores a 10%.

Sobre los distintos choques que han afectado a la inflación, **este miembro** indicó que la combinación de aquellos derivados de la pandemia con los asociados al conflicto bélico mantiene un entorno sumamente complejo y con un elevado grado de incertidumbre. Añadió que la inflación está resintiéndose tanto la profundidad, como la simultaneidad y mayor duración de los choques. Consideró que se está viendo afectada por factores globales y particularmente presionada por los incrementos en las referencias internacionales de los alimentos. **Otro**, por su parte, opinó que, si bien la inflación en México es parte de un fenómeno global, también se destaca por estar relativamente contenida y en un nivel inferior al de otras economías emergentes similares, así como de economías avanzadas. Indicó que lo anterior se debe a una

postura menos laxa de política monetaria, a la ausencia de presiones inflacionarias por el lado de la demanda y a la política de precios de los combustibles del Gobierno Federal. **Uno** mencionó que a pesar de dicha política de precios y de tener un tipo de cambio flexible y resiliente, que ha permitido absorber parte del traspaso de la inflación externa, la economía enfrenta un fenómeno inflacionario generalizado con tasas de inflación no vistas en más de 20 años y que han mostrado resistencia a bajar.

La mayoría notó que la inflación subyacente respondió principalmente a presiones inflacionarias provenientes del exterior sobre los precios de energéticos y de alimentos, y a los mayores costos de producción. Uno agregó las presiones derivadas de la recuperación del consumo interno. En este contexto, **algunos** resaltaron que el componente subyacente mantiene una secuencia ininterrumpida de alzas desde diciembre de 2020. **La mayoría destacó el aumento en los precios de las mercancías alimenticias, asociado al fenómeno de inflación global de materias primas. Uno** apuntó que dicho subíndice registra una inflación de doble dígito y subrayó en particular la afectación a los precios de los derivados del trigo y de los lácteos. **Otro** señaló que estas mercancías afectan en mayor medida a los hogares con menores ingresos ya que estos destinan una mayor proporción de su gasto al consumo de estos bienes. **Uno** indicó que, si de la inflación subyacente se excluyera al componente de mercancías alimenticias, como en otros países, la variación anual de la subyacente aún estaría por encima del objetivo de inflación, pero en un nivel mucho menor. Añadió que esto refleja que las presiones en los servicios de alimentación y en las mercancías no alimenticias son inferiores a las que se observan en las mercancías alimenticias. **Algunos** mencionaron las presiones inflacionarias en el componente de servicios. **Uno** consideró que preocupa que la inflación de servicios, que refleja en mayor medida las presiones internas, ha mantenido una tendencia alcista por más de un año y se ubica por encima de la meta para la inflación general.

La mayoría indicó que la inflación no subyacente se mantiene en niveles elevados. Algunos destacaron las presiones en el rubro de los agropecuarios. **En cuanto a la inflación de los energéticos, la mayoría señaló que se ha mantenido relativamente contenida ante las políticas determinadas por el Gobierno Federal. Uno** añadió que, gracias al subsidio al precio de la gasolina, no se observan los efectos multiplicativos en otros precios.

La mayoría mencionó que las expectativas de inflación para 2022 y 2023 volvieron a incrementarse de manera importante. Uno observó que ambas se encuentran muy por encima de la meta de inflación. **Otro** indicó que, si bien las expectativas para el cierre de 2022 y para los siguientes 12 meses permanecen en niveles elevados, las primeras se mantuvieron cerca de su nivel del mes anterior y las segundas disminuyeron en el margen. **Uno** consideró que las expectativas de corto plazo se han incrementado desde junio del año pasado y opinó que seguramente seguirán revisándose al alza.

La mayoría señaló que las expectativas para la inflación general de mediano y largo plazos aumentaron ligeramente y se mantienen en niveles superiores a la meta. Algunos comentaron que el incremento de las de largo plazo es una alerta sobre el inicio de un proceso de desanclaje de las expectativas que es importante revertir. **Algunos** añadieron que estas habían permanecido estables durante un periodo prolongado. **Uno** destacó que las expectativas de largo plazo para la subyacente se mantuvieron estables. **La mayoría observó que las expectativas extraídas de instrumentos de mercado continuaron ajustándose al alza. Uno** puntualizó que la correspondiente al promedio de 6 a 10 años se ubica en un nivel todavía bajo, aunque ha presentado incrementos sostenidos durante varios meses.

La mayoría mencionó que, ante presiones inflacionarias mayores a las anticipadas, los pronósticos de inflación se revisaron nuevamente al alza. Señaló que aún se sigue previendo que la convergencia a la meta de 3% se alcance en el primer trimestre de 2024. Uno observó que los pronósticos para los próximos cuatro trimestres ya superan las expectativas del mercado. **Otro** apuntó que se espera que la variación trimestral desestacionalizada anualizada se ubique por encima del 10% en el segundo trimestre de 2022, su valor más alto en este periodo de alta inflación. Comentó que el incremento de la inflación en la mayoría de los componentes del INPC en meses recientes ha generado dudas sobre cuándo se presentará su punto de inflexión. Notó que hace poco se anticipaba que la inflación llegaría a su máximo entre abril y mayo, y que comenzaría a disminuir a partir de junio. Añadió que ahora se prevé que alcance su máximo en agosto o septiembre y que las inflaciones general y subyacente comiencen a disminuir en el cuarto trimestre de 2022. Destacó que el pronóstico de la inflación general para dicho trimestre se revisó al alza en más de 100 puntos

base. Señaló que los ajustes recurrentes a los pronósticos se deben al cúmulo continuo de choques no anticipados, lo cual ha sido un problema durante el último par de años en México y en otros países.

Entre los riesgos al alza para la inflación, la mayoría mencionó las presiones inflacionarias externas derivadas de la pandemia, las mayores presiones en los precios agropecuarios y energéticos por el conflicto geopolítico y las presiones de costos. Algunos destacaron los costos laborales. **Uno** apuntó que si bien no se puede confirmar una espiral de precios-salarios, es previsible que las empresas trasladen parte de sus mayores costos laborales a los consumidores finales, en respuesta a la creciente demanda. **Otro** consideró que el alza en costos podría ser reflejo de que el uso de la capacidad instalada en el sector manufacturero ha registrado máximos históricos. **Algunos** resaltaron como riesgo que la inflación subyacente muestre persistencia en niveles elevados y que se presente una depreciación cambiaria. **La mayoría comentó que existe una elevada incertidumbre sobre el tiempo que tomará para que los efectos de estos choques comiencen a desvanecerse y que no se puede descartar que se agudicen o que ocurran perturbaciones adicionales.** Entre los riesgos a la baja, **algunos** apuntaron la posibilidad de que el Paquete Contra la Inflación y la Carestía (PACIC) tenga un efecto mayor al anticipado, si bien **uno** puntualizó que su impacto sería marginal y estaría asociado principalmente al subsidio a la gasolina. Destacó que la viabilidad de esta medida dependerá de que su financiamiento no perjudique el balance fiscal. **Otro** agregó como riesgos a la baja: i) una disminución en la intensidad del conflicto bélico; ii) un mejor funcionamiento de las cadenas de suministro; y iii) un efecto mayor al esperado de la brecha negativa del producto. **Uno** afirmó que el retiro de los estímulos fiscales y monetarios alrededor del mundo contribuiría a mitigar las presiones inflacionarias globales y, en consecuencia, las locales. **Otro** subrayó que es preocupante que los riesgos coyunturales tales como factores climatológicos, problemas logísticos y costos de insumos muestren un deterioro mayor al percibido en episodios previos de alta inflación, lo que sugiere una concurrencia de riesgos mayor a la observada con anterioridad. **La mayoría sostuvo que el balance de riesgos respecto de la trayectoria prevista para la inflación en el horizonte de pronóstico presenta un considerable sesgo al alza.**

Entorno Macrofinanciero

La mayoría resaltó que los mercados financieros nacionales mostraron afectaciones en línea con lo observado a nivel global. Destacó que el tipo de cambio mantuvo un comportamiento ordenado, si bien **uno** consideró que sus condiciones de operación mostraron cierto deterioro en el margen. **Algunos** reconocieron que el tipo de cambio se depreció ligeramente; sin embargo, destacaron su resiliencia dados los sólidos fundamentos macroeconómicos del país y el amplio diferencial de tasa de interés ajustado por volatilidad que se mantiene con respecto a Estados Unidos. **Uno** añadió que ello también se debe a los menores riesgos idiosincrásicos frente a otras economías de la región. **Otro** notó que el peso ha exhibido cierta apreciación en lo que va del año. **Uno** mencionó que los indicadores prospectivos para el peso presentan mejoras tanto en las métricas de mercado como en las expectativas de analistas.

La mayoría señaló que las tasas de interés de corto y largo plazos aumentaron. Algunos subrayaron el aplanamiento en la curva de rendimientos. **Uno** precisó que dicha pendiente se encuentra en niveles bajos, en línea con la tendencia internacional. Agregó que la curva de rendimientos real se redujo, especialmente en los menores plazos. Indicó que continúan observándose entradas de capital extranjero a Bonos y Udibonos en busca de rendimientos y de refugio ante las elevadas lecturas de inflación. **Otro** destacó que las primas por incumplimiento se incrementaron ante un entorno de mayor aversión al riesgo. **Algunos** apuntaron que el mercado accionario registró una disminución de más de 2%.

Uno expresó la necesidad de que, en este contexto de elevados riesgos y alta incertidumbre, las economías con un elevado grado de integración financiera y comercial con el resto del mundo, y que están expuestas a choques externos, mantengan en todo momento una postura macroeconómica sólida. Señaló que, en el ámbito de las atribuciones del Banco de México, ello implica procurar una inflación baja y estable y salvaguardar la fortaleza del sistema financiero. Destacó que se cuenta con una posición monetaria relativa apropiada, la cual, junto con fundamentos macroeconómicos sólidos como la disciplina fiscal y cuentas externas sostenibles, permite hacer frente a posibles choques externos adversos.

Política Monetaria

La Junta de Gobierno evaluó la magnitud y diversidad de los choques que han afectado a la inflación y sus determinantes, así como el riesgo de que se contaminen las expectativas de mediano y largo plazos y la formación de precios. La mayoría consideró también los mayores retos para la conducción de política monetaria ante el apretamiento de las condiciones financieras globales, el entorno de acentuada incertidumbre, las presiones inflacionarias asociadas al conflicto geopolítico y al resurgimiento de casos de COVID-19 en China, y la posibilidad de mayores afectaciones a la inflación. Con base en ello, todos los miembros votaron por incrementar en 75 puntos base el objetivo para la Tasa de Interés Interbancaria a un día a un nivel de 7.75%. La mayoría 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.

La Junta de Gobierno expresó que 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 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. Añadió que, en las siguientes decisiones, tiene la intención de seguir aumentando la tasa de referencia y valorará actuar con la misma contundencia en caso de que se requiera.

Un miembro opinó que la pasada decisión de la Reserva Federal y la reciente volatilidad en los mercados financieros globales conducen a responder proporcionalmente para preservar la postura monetaria relativa, promoviendo la estabilidad de los mercados nacionales. Asimismo, consideró que, hacia delante, será cada vez más importante la postura absoluta y menos importante la postura relativa. Sostuvo que ello se debe a que, por un lado, la actual decisión sitúa la tasa de interés real por encima del nivel medio considerado como neutral y, por otro, a que existe espacio para una eventual disminución del diferencial entre las tasas de referencia de México y Estados Unidos. Destacó que es importante transitar gradualmente hacia una postura absoluta moderadamente restrictiva para asegurar que el actual fenómeno inflacionario no tenga efectos de segundo orden sobre el proceso de

formación de precios, pero destacó también la importancia de evitar un apretamiento excesivo. Notó que la tasa de interés real, que en México se sitúa entre las más altas del mundo, incide sobre distintas variables, como el crédito, la inversión y el consumo de bienes duraderos. Advirtió que debe evitarse un apretamiento excesivo que resulte contraproducente, incluso, para la preservación de la estabilidad macroeconómica y financiera y, por tanto, para el control de la inflación. Consideró que el aumento que se ha observado en las primas de riesgo de economías emergentes está asociado con el deterioro de sus perspectivas económicas y de sus finanzas públicas, lo que en parte tiene su origen en el apretamiento monetario y refleja los límites de la política monetaria para la preservación de la estabilidad macroeconómica en países emergentes. Mencionó, como razones adicionales, que el origen del repunte inflacionario es global, por lo que un apretamiento excesivo en México traería poco beneficio en términos del control de la inflación doméstica, y que, a diferencia de otros países que otorgaron cuantiosos estímulos fiscales y monetarios, en México no se observa un crecimiento desbordado de la demanda agregada. Expresó que quizá en el próximo trimestre, se podrían presentar las condiciones para comenzar a desligarse del ritmo de alzas de la Reserva Federal debido a que: i) el diferencial de tasas ajustado por volatilidad con respecto a Estados Unidos es de los más altos entre las economías emergentes y se ubica en máximos históricos; ii) desde una perspectiva de mediano plazo, el peso mexicano se distingue por su buen desempeño y baja volatilidad, lo que refleja los sólidos fundamentos macroeconómicos; iii) México se adelantó en el proceso de normalización y se encuentra más cerca de la zona considerada como restrictiva; iv) a diferencia de otros países emergentes y de Estados Unidos, México no enfrenta presiones inflacionarias provenientes del lado de la demanda o del mercado laboral; y v) la inflación en México está menos alejada de su objetivo que la de otros países.

Otro miembro mencionó que ante un balance de riesgos deteriorado y la persistencia de elevados niveles de inflación, esta decisión más que un cambio de ritmo será un impulso necesario que ayudará a lograr una trayectoria de la tasa de interés consistente con la convergencia de la inflación hacia su meta. Destacó que, si bien los ajustes de la postura monetaria llevados a cabo permiten que la posición relativa respecto a Estados Unidos sea sólida, ante el reciente incremento en mayor magnitud a lo previsto en la tasa de referencia de ese país, y dadas las condiciones financieras más

apretadas a escala mundial, así como un mayor sentimiento de aversión al riesgo, la postura monetaria relativa debe seguirse vigilando estrechamente mientras las presiones inflacionarias no cedan. En este sentido, mencionó que los choques provenientes del conflicto bélico continúan afectando a los precios de las materias primas, mientras que el alza en los contagios de COVID-19 en China y las consiguientes restricciones a la movilidad siguen afectando el restablecimiento de las cadenas de suministro, y es todavía incierto si estas podrían desvanecerse en el corto plazo. Consideró que es ineludible actuar con contundencia para atender las presiones inflacionarias que se advierten en la ruta de la convergencia de la inflación hacia su meta y que han provocado un deterioro en los pronósticos de inflación, si bien se mantiene sin cambio el periodo de convergencia. Subrayó que dado el rezago con el que opera la política monetaria, podría ser necesario que la tasa de interés real ex-ante se ubique por encima de la parte superior del intervalo neutral, para que la postura sea más efectiva. Añadió que, hacia delante, se tiene que evaluar cuidadosamente si será necesario otro incremento de similar magnitud que asegure el anclaje de las expectativas de inflación, que permita que la tasa real ex-ante se ajuste de manera más eficiente en relación con la trayectoria de la inflación prevista y que prevenga la aparición de efectos de segundo orden en la formación de precios. Indicó que las acciones tomadas complementadas con el uso adecuado de las herramientas de comunicación han resultado más efectivas y que es importante que así se continúe, sobre todo en momentos de alta incertidumbre, dado que es necesario que exista un ajuste ordenado de los mercados financieros ante las decisiones del Banco de México.

Un miembro mencionó que México ahora enfrenta un entorno aún más complicado para la inflación. Advirtió que, desde la última decisión, se revisó al alza la trayectoria esperada de inflación para cierre de año en más de 100 puntos base, que el balance de riesgos para la inflación continúa con un considerable sesgo al alza y que no puede descartarse la posibilidad de que los choques inflacionarios sean más duraderos, que se agudicen o que ocurran nuevos. Consideró que ante este entorno se requiere urgentemente una mayor velocidad de apretamiento para llegar a una postura monetaria restrictiva. Agregó que los efectos de la pandemia sobre la inflación global, el mayor apretamiento monetario internacional y el deterioro de las expectativas, demandan mantener por lo menos en la siguiente decisión este ritmo de apretamiento. Mencionó cuatro factores a considerar

en el combate a la inflación. El primer factor es llevar la postura monetaria a un terreno restrictivo. Señaló que a pesar de que este ciclo alcista comenzó en junio del año pasado, las expectativas de inflación aumentaron de tal forma que la postura monetaria se encuentra apenas en la parte inferior de la zona neutral. Mencionó que con un aumento de 75 pb se estaría alcanzando la parte superior de la zona neutral y, ante una nueva posible revisión al alza en las expectativas, este aumento no será suficiente para alcanzar una postura restrictiva. Por lo que un ajuste de una magnitud similar será necesario en la siguiente decisión. Enfatizó que las condiciones cíclicas pasan a segundo término, y no deben repararse esfuerzos en el control de la inflación. Segundo, notó que una condición necesaria, aunque no suficiente para que disminuya la inflación en México, es que baje en Estados Unidos. Expresó que la inflación en ese país ha alcanzado niveles muy elevados, lo que llevó a la Reserva Federal a incrementar su tasa de referencia en 75pb. Apuntó que, la actual postura monetaria relativa de México ha sido suficiente ante los episodios de mayor volatilidad. Por ello, consideró que se debe igualar el incremento de la Reserva Federal para mantener el diferencial de tasas entre ambos países. Tercero, la ayuda, aunque marginal, de otros esfuerzos por reducir la inflación, como el PACIC y en especial el estímulo fiscal al precio de la gasolina. El cuarto se caracteriza por una combinación de paciencia y suerte. Paciencia para esperar que los choques existentes se disipen y suerte para que nuevos choques no aparezcan. Sostuvo que el punto de inflexión esperado en la tendencia de las inflaciones general y subyacente en el cuarto trimestre no depende únicamente del Banco de México por lo que no se debe bajar la guardia. Opinó que el reto actual demanda una política de comunicación libre de ambigüedades con información cualitativa y cuantitativa precisa sobre las acciones futuras de política. Además señaló que, dado que el apretamiento monetario surte efectos principalmente a través del canal de expectativas, se debe tener una comunicación eficaz. Lo cual abre la discusión a mejorar la estrategia de comunicación hacia un esquema más robusto. Señaló que algunos bancos centrales vanguardistas poseen una guía futura, en donde además de los pronósticos de inflación y crecimiento, también publican la trayectoria de tasas de referencia que es consistente con el pronóstico de inflación. Consideró que ello puede fortalecer la transmisión de la política monetaria. Lo anterior sujeto a que dicha trayectoria no implicaría un compromiso sobre las decisiones futuras sino únicamente una guía sobre su posible curso. Notó que puede agregarse una explicación de cómo

podría cambiar esta senda en respuesta ante diversos acontecimientos. Argumentó que medidas de este tipo deben analizarse minuciosamente y en caso de implementarse, hacerlo de manera cautelosa.

Otro miembro recordó que desde el inicio del ciclo actual se señaló que el reto era que las presiones inflacionarias, en su momento consideradas transitorias y originadas por choques de oferta, no afectaran la formación de precios y el anclaje de las expectativas. Agregó que se destacó la relevancia de las expectativas, especialmente las de mayor plazo, en la transmisión de la política monetaria, y que estas se podrían ver afectadas por los persistentes y elevados niveles de inflación, incluso en ausencia de presiones de demanda. Añadió que se recalcó que la credibilidad en el Banco Central permite mantener las expectativas ancladas y contribuye a que la política monetaria sea más eficiente. Señaló que, a doce meses de esas consideraciones, se enfrentan elevados niveles de inflación no vistos en más de 20 años, un fenómeno inflacionario generalizado que afecta un amplio número de bienes y servicios, y que ha mostrado resistencia a bajar, a pesar de ajustes en la postura monetaria y, lo más preocupante, el inicio del desanclaje de las expectativas de inflación de mediano y largo plazos. Todo ello, a pesar de dos factores que han contribuido a reducir presiones inflacionarias adicionales: un tipo de cambio flexible y resiliente, que ha permitido absorber parte del traspaso de la inflación externa, y la política de precios de energéticos instrumentada por el Gobierno Federal para limitar su incremento en términos reales. Opinó que es indispensable tomar acciones firmes y contundentes para restituir la confianza en el compromiso con la convergencia a la meta en el horizonte de planeación. Consideró que resulta necesario llevar la tasa a terreno restrictivo, y que es impostergable aumentar el ritmo de ajuste de la postura monetaria. Argumentó que por el lado del canal de expectativas, hay estudios que muestran que, incluso ante choques de oferta, el aumento de la tasa de referencia contribuye a mitigar efectos sobre las expectativas de largo plazo. Agregó que, frente a las presiones inflacionarias provenientes del exterior, un aumento de 75pb reforzaría también el canal del tipo de cambio. Consideró fundamental que la comunicación permita anticipar las condiciones monetarias más restrictivas que se necesitan para lograr la convergencia de la inflación a la meta, dados los riesgos crecientes para la estabilidad de precios. Externó que solamente con el aumento propuesto y anticipando condiciones monetarias más restrictivas se puede refrendar el compromiso

de la Institución con su mandato constitucional y garantizar el anclaje de las expectativas de inflación. Argumentó que la forma de inducir menores tasas de interés hacia delante, así como una expansión del financiamiento y del crédito, en beneficio de la actividad económica y del empleo, es precisamente subiendo la tasa de referencia de manera oportuna y suficiente, y evitar futuros aumentos de tasas más severos. Advirtió que, de no hacerlo, el costo social en términos de producción y empleo será indudablemente mucho mayor. Expresó que el principal reto actual son los altos niveles de inflación.

Un miembro consideró que la política monetaria en México ha seguido enfrentando un entorno altamente complejo. Ante los elevados costos sociales y económicos derivados de la inflación, y dado que estos afectan en mayor medida a la población más desprotegida, es indispensable actuar con la determinación necesaria para lograr una inflación baja y estable. Argumentó que la confluencia de factores, como los asociados a la pandemia y al conflicto geopolítico, entre otros, ha generado un choque inflacionario generalizado de gran magnitud, que podría tener efectos de largo plazo sobre la dinámica de la inflación en nuestro país y agregó que en dicho entorno puede incrementarse la posibilidad de contaminación del proceso de formación de precios. Advirtió que un desanclaje de las expectativas de inflación, principalmente las de mayor plazo, dificultaría la convergencia a la meta. Destacó que el panorama de condiciones monetarias y financieras a nivel internacional se encuentra en circunstancias no vistas en varias décadas, especialmente en cuanto al ritmo de apretamiento monetario de la Reserva Federal, lo que puede tener repercusiones significativas sobre los mercados financieros globales y nacionales, incluido el cambiario, y dificultar el control de la inflación en México. Opinó que, ante el deterioro del entorno, es necesario reforzar la postura monetaria y confirmar el compromiso de que se tomarán las acciones necesarias, para que las expectativas de inflación se mantengan ancladas y se evite un deterioro del proceso de formación de precios. Externó que en esta coyuntura no deben quedar dudas sobre la determinación de este Instituto Central para lograr la convergencia de la inflación a la meta en el horizonte de pronóstico. Ello considerando que es importante atender de manera, frontal y decidida el escenario descrito, para cumplir con la obligación que el Banco de México tiene con la población mexicana. Aseveró que hacia delante se debe seguir considerando la evolución de todos los determinantes de la inflación, incluidas sus expectativas, especialmente las de

mayor plazo, las condiciones de holgura y la evolución de los mercados financieros y la postura monetaria relativa. Consideró que en las próximas decisiones de política monetaria el Banco de México debería seguir con el ciclo de alzas de la tasa de referencia, evaluando si fuera necesario actuar con la misma contundencia en función del panorama para la inflación y sus expectativas. Todo lo anterior con el objetivo de que el Banco de México adopte las acciones necesarias para cumplir con su mandato constitucional de mantener una inflación baja y estable.

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, así como el riesgo de que se contaminen las expectativas de mediano y largo plazos y la formación de precios. Consideró también los mayores retos para la conducción de la política monetaria ante el apretamiento de las condiciones financieras globales, el entorno de acentuada incertidumbre, las presiones inflacionarias asociadas al conflicto geopolítico y al resurgimiento de casos de COVID-19 en China, y la posibilidad de mayores afectaciones a la inflación. Con base en ello, y con la presencia de todos sus miembros, decidió por unanimidad incrementar, en esta ocasión, en 75 puntos base el objetivo para la

Tasa de Interés Interbancaria a un día a un nivel de 7.75%. 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.

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. En las siguientes decisiones, la Junta de Gobierno tiene la intención de seguir aumentando la tasa de referencia y valorará actuar con la misma contundencia en caso de que se requiera.

4. VOTACIÓN

Victoria Rodríguez Ceja, Galia Borja Gómez, Irene Espinosa Cantellano, Gerardo Esquivel Hernández y Jonathan Ernest Heath Constable votaron a favor de aumentar el objetivo para la Tasa de Interés Interbancaria a un día en 75 puntos base a un nivel de 7.75%.

ANEXO

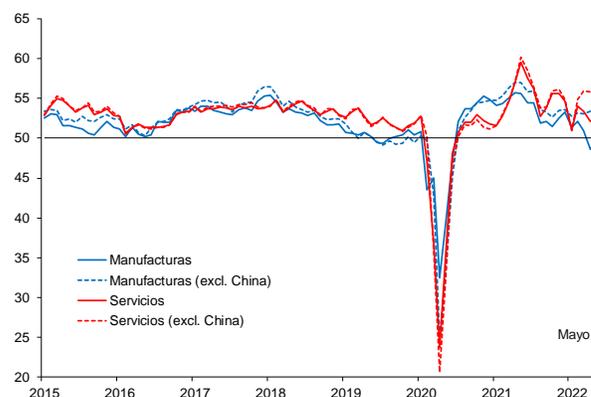
La información presentada en este Anexo fue elaborada para esta sesión por las Direcciones Generales de Investigación Económica y de Operaciones de Banca Central, ambas del Banco de México, y no necesariamente refleja las consideraciones de los miembros de la Junta de Gobierno respecto de su decisión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

A.1. Condiciones externas

A.1.1. Actividad económica mundial

Los indicadores disponibles sugieren que la actividad económica mundial se desaceleró durante el segundo trimestre del año (Gráfica 1), como resultado del conflicto bélico en Ucrania, las restricciones a la movilidad en China impuestas por el incremento en casos de COVID-19 en dicho país hacia finales del primer trimestre, y el apretamiento de las condiciones financieras a nivel global. Además, se espera que en el segundo trimestre se haya acentuado la heterogeneidad entre países, toda vez que se anticipa una recuperación de algunas de las principales economías avanzadas con respecto al primer trimestre y una contracción de algunas de las principales economías emergentes, como China y Rusia. La inflación global siguió aumentando, alcanzando en algunos casos su mayor nivel en décadas, presionada por la persistencia de los cuellos de botella, la recuperación de la demanda y los elevados precios de alimentos y energéticos. En este entorno, un amplio número de bancos centrales continuó incrementando sus tasas de referencia y han continuado generándose expectativas de una reducción más acelerada del estímulo monetario a nivel global. Por su parte, las condiciones financieras tuvieron un apretamiento adicional donde las tasas de interés aumentaron y el dólar se fortaleció, en un contexto de aversión al riesgo. Entre los riesgos globales para el crecimiento destacan los asociados a la evolución de la pandemia, a la prolongación de las presiones inflacionarias, al agravamiento de las tensiones geopolíticas, y a mayores ajustes a las condiciones económicas, monetarias y financieras.

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



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

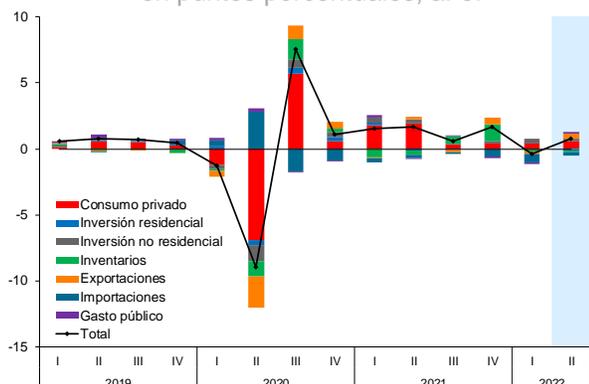
En Estados Unidos, luego de que la actividad económica se contrajera durante el primer trimestre del año a un tasa trimestral ajustada por estacionalidad de 0.4%, los indicadores disponibles sugieren una recuperación moderada durante el segundo trimestre (Gráfica 2).¹ Aunque la actividad económica ha sido favorecida por el consumo y por una menor contribución negativa de las exportaciones netas, la inversión en maquinaria y equipo se ha moderado y la residencial se ha debilitado. El consumo privado, si bien parece haber continuado contribuyendo positivamente al crecimiento en el segundo trimestre, enfrenta mayores riesgos ante el apretamiento de las condiciones financieras y la menor confianza de los consumidores.

La producción industrial en Estados Unidos moderó su ritmo de expansión en mayo, al crecer 0.2% a tasa mensual, luego de aumentar 1.4% en abril. Dicho debilitamiento reflejó un menor crecimiento de las actividades de generación de gas y electricidad, así como una ligera contracción de la actividad manufacturera. En contraste, la minería aceleró su ritmo de expansión, apoyada por la actividad de perforación y producción de petróleo y gas. El índice de gerentes de compras del sector manufacturero sugiere que la expansión del sector seguirá enfrentando escasez de suministros y mayores costos de producción.

¹ Expresado como tasa trimestral anualizada ajustada por estacionalidad, el crecimiento del PIB de Estados Unidos durante el primer trimestre de 2022 fue de -1.5%.

Gráfica 2 EUA: PIB Real y Componentes

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



a. e. / Cifras con ajuste estacional.

Nota: El área sombreada hace referencia a pronósticos de Blue Chip de junio de 2022.

Fuente: BEA y Blue Chip Economic Indicators de junio de 2022.

El mercado laboral en Estados Unidos siguió exhibiendo una mejoría durante mayo, por lo que continuó registrando condiciones de apretamiento. La nómina no agrícola aumentó en 390 mil plazas durante mayo, después de crecer en 436 mil plazas en abril. Ello reflejó, principalmente, un crecimiento en los rubros de ocio, hospitalidad, educación y servicios profesionales. En mayo, la tasa de desempleo se ubicó en 3.6% por tercer mes consecutivo, en un contexto en el que la tasa de participación laboral aumentó. Por su parte, la tasa de plazas vacantes se mantiene elevada y el crecimiento de los salarios sigue registrando niveles elevados.

En la zona del euro, los indicadores disponibles sugieren que la actividad económica continuó mostrando un bajo ritmo de crecimiento a lo largo del segundo trimestre de 2022, luego de crecer a una tasa trimestral ajustada por estacionalidad de 0.6% en el primero.² La debilidad en la actividad económica siguió siendo resultado de los cuellos de botella, del repunte en los precios de los energéticos y de los alimentos, y de las afectaciones al comercio y a la producción derivadas del conflicto militar entre Rusia y Ucrania. En abril, la tasa de desempleo se mantuvo sin cambio respecto al mes previo en 6.8%. Las lecturas más recientes de los índices de gerentes de compras apuntan, por un lado, a una

expansión de la actividad de servicios ante el relajamiento de las restricciones para hacer frente a los contagios por COVID-19 y, por otro, a un menor ritmo de la actividad manufacturera ante las afectaciones provocadas por el menor crecimiento de China y el conflicto entre Rusia y Ucrania.

En Japón, la información disponible sugiere un repunte de la actividad económica en el segundo trimestre de 2022, luego de contraerse a una tasa trimestral ajustada por estacionalidad de -0.1% durante el primero.³ Ello derivado de la expansión de la demanda interna, principalmente reflejo del mayor consumo de los hogares y de la inversión de negocios. Por su parte, la demanda externa se ha mantenido débil como resultado de las afectaciones a las cadenas de suministro. En este entorno, la tasa de desempleo disminuyó de 2.6% en marzo a 2.5% en abril. Los índices de gerentes de compras sugieren un repunte en la actividad del sector de servicios y un menor ritmo de expansión en el sector manufacturero ante las continuas interrupciones en las cadenas de producción.

En las principales economías emergentes, los indicadores disponibles sugieren un menor crecimiento durante el segundo trimestre del año, si bien con una marcada heterogeneidad entre países y regiones en función de la relevancia de las materias primas en su sector externo, así como de las diferencias en su exposición a las distorsiones en las cadenas de suministro y en la evolución de la pandemia. En China, los indicadores disponibles apuntan a una fuerte contracción del crecimiento durante el segundo trimestre como resultado de las restricciones a la movilidad ante la política “cero COVID-19” en ese país.⁴ Si bien dichas restricciones se levantaron en su mayoría a principios de junio, algunas ciudades reimpusieron algunas medidas a mediados de ese mes. En otras economías emergentes, los índices de gerentes de compras se han mantenido en terreno de expansión, lo que sugiere que el debilitamiento de China no ha afectado significativamente al crecimiento de otras regiones. En Europa Emergente, los indicadores disponibles sugieren una fuerte contracción en Rusia derivada del conflicto bélico y de las sanciones económicas impuestas a dicho país.

² Expresado como tasa trimestral anualizada ajustada por estacionalidad, la variación del PIB de la zona del euro fue de 2.5% en el primer trimestre de 2022.

³ Expresado como tasa trimestral anualizada ajustada por estacionalidad, la variación del PIB de Japón fue de -0.5% el primer trimestre de 2022.

⁴ Expresado como tasa anual, el crecimiento del PIB de China fue de 4.8% en el primer trimestre de 2022.

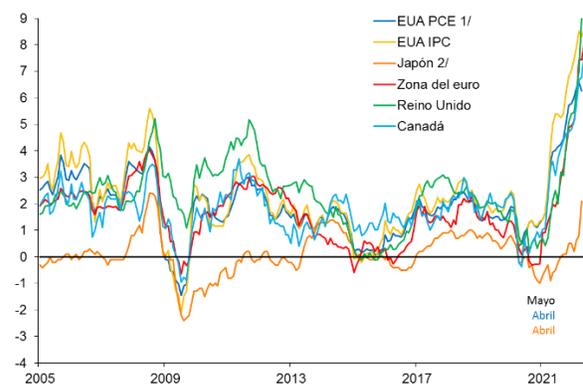
Los precios internacionales de las materias primas registraron un comportamiento mixto desde la última decisión de política monetaria en México, manteniéndose en niveles elevados y exhibiendo volatilidad. Las cotizaciones del petróleo registraron un comportamiento al alza durante la mayor parte del periodo, impulsadas por factores como el acuerdo de la Unión Europea para eliminar gradualmente las importaciones de petróleo ruso, las perspectivas de recuperación de la demanda de petróleo en China y el comienzo de la temporada de verano en Estados Unidos. Estos factores lograron contrarrestar en gran medida las presiones a la baja de la decisión de la Organización de Países Exportadores de Petróleo y países aliados (OPEP+) de aumentar sus objetivos de producción durante julio y agosto. Por su parte, los precios de referencia del gas natural en Estados Unidos aumentaron debido al incremento de sus exportaciones y a la mayor demanda de los generadores de electricidad ante el comienzo del verano. En el mercado europeo, las cotizaciones del gas natural registraron una tendencia a la baja durante la mayor parte de mayo, si bien en semanas posteriores los precios se incrementaron debido a interrupciones en el flujo de gas natural proveniente de Rusia a través de gasoductos. Los precios de referencia de los metales industriales mostraron, en general, una tendencia alcista durante la segunda mitad de mayo e inicios de junio ante la relajación parcial de las medidas de confinamiento por COVID-19 en China. No obstante, el reciente repunte de casos de COVID-19 en ciudades como Beijing y Shanghái ha renovado los riesgos para la recuperación de la actividad económica en dicho país y ha presionado los precios de estos metales a la baja. Por su parte, los precios de los granos han retrocedido desde la última decisión de política monetaria en México debido a los esfuerzos diplomáticos para restaurar las rutas de envío de alimento y fertilizantes desde Ucrania y Rusia, así como a la preocupación latente de que una desaceleración económica mundial resulte en una reducción en la demanda por granos. Sin embargo, estos precios permanecen en niveles relativamente altos a causa de la incertidumbre derivada del conflicto bélico entre Ucrania y Rusia.

A.1.2. Política monetaria y mercados financieros internacionales

La inflación a nivel mundial siguió aumentando, alcanzando en algunos casos su mayor nivel en décadas, impulsada por presiones inflacionarias que se han ampliado e intensificado, entre las cuales destacan los elevados precios de alimentos y energéticos. El comportamiento de la inflación ha sido resultado de la recuperación de la demanda y de la persistencia de los cuellos de botella, a lo que se suman las mayores presiones sobre los precios de materias primas derivados en parte de la invasión a Ucrania.

En la mayoría de las principales economías avanzadas, las inflaciones general y subyacente siguieron aumentando (Gráfica 3), ubicándose por encima de los objetivos de sus bancos centrales. En Estados Unidos, la variación anual del índice de precios al consumidor, después haber disminuido en el mes de abril a un nivel de 8.3%, repuntó en mayo a 8.6%, reflejando un incremento en la inflación de los alimentos de 9.4 a 10.1% y un repunte en la inflación de la energía de 30.3 a 34.6%. La inflación subyacente disminuyó marginalmente al pasar de 6.2 a 6.0%. En general, las expectativas de inflación de corto plazo provenientes de encuestas siguieron aumentando para las principales economías avanzadas, al tiempo que aquellas de mayor plazo se han mantenido relativamente estables.

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.

Fuente: Bureau of Economic Analysis, Bureau of Labor Statistics, Eurostat, Banco de Japón, Oficina Nacional de Estadística del Reino Unido e Instituto de Estadística de Canadá.

La inflación general continuó aumentando en la mayoría de las principales economías emergentes, manteniéndose por encima del objetivo de sus bancos centrales, si bien en algunos casos se registró cierta moderación. Dicho aumento ha sido resultado de un alza en la inflación de la energía y de los alimentos, así como del componente subyacente, en un contexto de precios elevados de materias primas y de persistencia en las disrupciones en las cadenas de suministro ante el conflicto geopolítico en Europa del Este y las estrictas medidas de confinamiento impuestas en China.

En este contexto, los bancos centrales de la mayoría de las principales economías avanzadas han continuado con la reducción de su estímulo monetario, acelerando en algunos casos dicho proceso. De esta forma, los bancos centrales de Estados Unidos, Reino Unido, Canadá, Australia, Nueva Zelanda y Corea del Sur continuaron elevando sus tasas de interés. En el caso de Estados Unidos y Australia se dieron aumentos mayores a los efectuados en decisiones anteriores. Además, el banco central de Suiza sorprendió al mercado incrementando su tasa en 50 puntos base por primera vez desde 2007 y el Banco Central Europeo indicó que tiene la intención de aumentar sus tasas en su reunión de julio y septiembre. Respecto a sus programas de compras de activos, la mayoría continuó con la reducción gradual de sus tenencias de activos. El Banco Central Europeo anunció que concluirá el 1 de julio su programa de compras de activos, mientras que el Banco de Japón mantuvo las compras de ciertos activos. Las mayores presiones inflacionarias a nivel global y los riesgos al alza para la misma han generado expectativas de que se acelere la reducción del estímulo monetario por parte de los bancos centrales de las principales economías avanzadas mediante incrementos en sus tasas de interés y la disminución del tamaño de sus hojas de balance. Así, las trayectorias esperadas para las tasas de interés de referencia extraídas de instrumentos financieros nuevamente prevén un ritmo de alzas en la mayoría de las principales economías avanzadas más rápido de lo que se esperaba anteriormente (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 (1.50 % - 1.75%).

Fuente: Banco de México con datos de Bloomberg.

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

- i) En su reunión de junio, la Reserva Federal de Estados Unidos aumentó en 75 puntos base el rango objetivo para la tasa de fondos federales, el mayor aumento desde 1994, para ubicarlo entre 1.50 y 1.75% y reiteró que anticipa que aumentos sucesivos en el rango objetivo serán apropiados. Al respecto, el presidente de dicha Institución señaló que el ritmo de esos cambios seguirá dependiendo de los datos y de la evolución de las perspectivas de la economía. Agregó que un aumento de 75 puntos base es inusualmente grande, que no espera que movimientos de esa magnitud sean comunes, si bien comentó que un aumento de 50 o 75 puntos base parece más probable en su siguiente reunión. En relación al balance de la Reserva Federal, el Comité de Operaciones de Mercado Abierto (FOMC) anunció que continuará reduciendo sus tenencias de valores del Tesoro, de deuda de agencias y valores respaldados por hipotecas de agencias como se describe en los Planes para Reducir el Tamaño del Balance de la Reserva Federal que se publicaron en mayo. Por su parte, la mediana de las expectativas de inflación general del Comité se revisó al alza para 2022 de 4.3% en marzo a 5.2% en junio, y a la baja para 2023, de 2.7 a 2.6%, y para 2024, de 2.3 a 2.2%. Para la inflación subyacente, las medianas se revisaron al alza de 4.1 a 4.3% para 2022 y de 2.6 a 2.7% para 2023, mientras que para 2024 se mantuvo sin cambio en 2.3%. Las

medianas de las expectativas de crecimiento se revisaron a la baja ubicándose en 1.7% en 2022 y 2023 y en 1.9% en 2024, mientras que las de desempleo se revisaron al alza para todos los años, pasando de un nivel previsto de 3.7% en 2022 a 4.1% en 2024. En cuanto a las expectativas de la tasa de interés de referencia, las medianas mostraron un aumento de 1.9 a 3.4% para 2022, de 2.8 a 3.8% para 2023, de 2.8 a 3.4% para 2024 y de 2.4 a 2.5% para el largo plazo. En este contexto, la trayectoria esperada para la tasa de fondos federales implícita en instrumentos financieros se revisó nuevamente al alza durante el periodo que se reporta y refleja, con base en la última información disponible, un alza en la tasa de interés al cierre de 2022 similar a la esperada en junio por la mediana de las expectativas del Comité.

- ii) En su reunión de junio, el Banco Central Europeo mantuvo sin cambio sus tasas de refinanciamiento, de préstamos y de depósitos, en 0.0, 0.25 y -0.5%, respectivamente. No obstante, anunció que el Consejo de Gobierno tiene la intención de aumentar dichas tasas en 25 puntos base en su reunión de julio y que espera aumentarlas nuevamente en septiembre, precisando que la magnitud del incremento dependerá de las expectativas de inflación a mediano plazo, e indicando que, si las perspectivas de inflación se deterioran, un aumento de mayor magnitud sería apropiado. Después de septiembre, anticipa una trayectoria de aumentos adicionales graduales y sostenidos en las tasas de interés, señalando que el ritmo de ajuste dependerá de los datos y de su evaluación de la evolución de la inflación en el mediano plazo. Respecto del Programa de Compra de Activos (*APP*), anunció su término para el 1 de julio de este año, en línea con su expectativa previa de concluir dichas compras en el tercer trimestre del año. Además, comentó que el Consejo de Gobierno tiene la intención de continuar reinvertiendo en su totalidad los pagos del principal de los valores adquiridos en el marco del programa que alcancen su vencimiento durante un periodo de tiempo prolongado después de la fecha en que comience el alza en las tasas de interés y durante el tiempo que sea necesario para mantener condiciones de amplia liquidez y una postura adecuada de la política monetaria. En relación a su Programa de Compras de Emergencia por la Pandemia (*PEPP*) reiteró que tiene la intención de reinvertir por lo menos hasta finales de 2024 los pagos de principal de los valores que alcancen su

vencimiento. Además, indicó que a lo largo de su proceso de normalización el Consejo de Gobierno mantendrá opcionalidad, dependencia de los datos, gradualidad y flexibilidad en la conducción de la política monetaria. Para hacer frente a potenciales riesgos de fragmentación que pudieran contribuir a una transmisión desigual de la normalización de la política monetaria entre jurisdicciones de la unión monetaria, en una reunión posterior no calendarizada el 15 de junio, el Consejo decidió que aplicará flexibilidad en la reinversión de los reembolsos vencidos del portafolio del *PEPP* y que solicitará que se acelere la finalización del diseño de un nuevo instrumento anti-fragmentación del mercado.

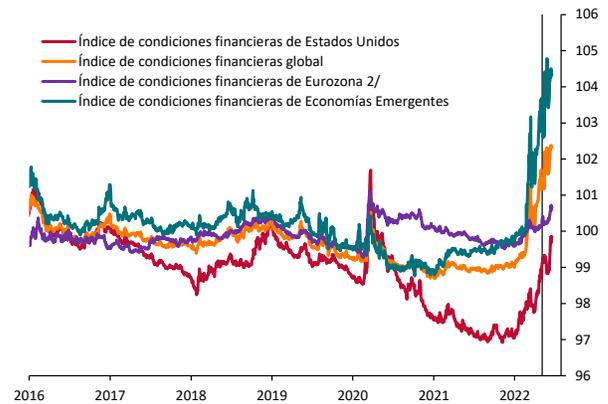
- iii) En su reunión de junio, el Banco de Japón mantuvo sin cambio la tasa de referencia en -0.1% y el objetivo de la tasa de 10 años alrededor de cero. Reafirmó que espera que las tasas de interés se mantengan en sus niveles actuales o incluso menores. Además, como parte de su estrategia de control de la curva, reiteró que ofrecerá comprar bonos gubernamentales a 10 años a 0.25% cada día hábil mediante operaciones de compra a tasa fija, a menos que sea altamente probable que no se presenten ofertas. Asimismo, mantuvo sin cambio sus lineamientos respecto a las compras de otros activos distintos a los bonos gubernamentales.

Desde la última decisión de política monetaria en México, un amplio número de bancos centrales en las principales economías emergentes siguió incrementando sus tasas de interés de referencia. Entre ellos se encontraron los de México, Chile, Perú, Brasil, Hungría, República Checa, Polonia, Israel, India y Sudáfrica. Asimismo, Filipinas incrementó su tasa de interés por primera vez desde el inicio de la pandemia y Ucrania anunció la primera alza desde el inicio del conflicto con Rusia, aumentándola en 150 puntos base, con lo que alcanzó un nivel de 25.0%. Sobresalió que el banco central de Rusia continuó con la disminución de su tasa de interés al anunciar un recorte de 300 puntos base y otro de 150 puntos base para ubicarla en un nivel de 9.5%. Por su parte, en China se anunció en mayo un recorte de 15 puntos base en la tasa de interés preferencial de préstamos (*LPR*) a 5 años.

Los mercados financieros internacionales registraron recientemente mayor volatilidad, después de que esta había disminuido durante gran parte del mes de mayo e inicios de junio. Lo anterior en un entorno en el que, si bien se observó mayor

optimismo ante la disminución de casos de COVID-19 y el relajamiento de las restricciones a la movilidad en China, continuaron las preocupaciones respecto a los elevados niveles de inflación e incertidumbre respecto del ritmo del retiro del estímulo monetario por parte de las principales economías avanzadas y su impacto sobre la actividad económica, así como respecto de la evolución de las tensiones geopolíticas y de la pandemia. En este contexto, las condiciones financieras tuvieron un apretamiento adicional durante el periodo, aunque con cierta heterogeneidad entre países y tipos de activos (Gráfica 5). En particular, los mercados accionarios de la mayoría de las principales economías avanzadas y emergentes exhibieron un comportamiento negativo en el periodo desde la última decisión de política monetaria en México, ya que, si bien registraron ganancias en la primera mitad del periodo, los índices retrocedieron en semanas recientes. En los mercados cambiarios, después de haber presentado un debilitamiento en la segunda mitad de mayo respecto a la mayoría de las divisas de economías avanzadas, el dólar estadounidense retomó una tendencia a la apreciación ante la expectativa del retiro del estímulo monetario y las cifras recientes de inflación en Estados Unidos. Las divisas de las economías emergentes observaron, en general, apreciaciones durante mayo, revirtiendo en algunos casos dicha tendencia en semanas recientes. Las tasas de interés de bonos gubernamentales de corto y largo plazos de la mayoría de las principales economías avanzadas aumentaron ante la expectativa de que continúe el retiro del estímulo monetario (Gráfica 6). En las economías emergentes las tasas de interés de largo plazo exhibieron un comportamiento mixto (Gráfica 7). En este contexto, desde la última decisión de política monetaria en México, se registraron salidas de flujos de capital de economías emergentes tanto de los mercados de renta fija como variable, aunque recientemente se revirtió dicha tendencia en los mercados de renta variable de algunas economías de Asia y América Latina.

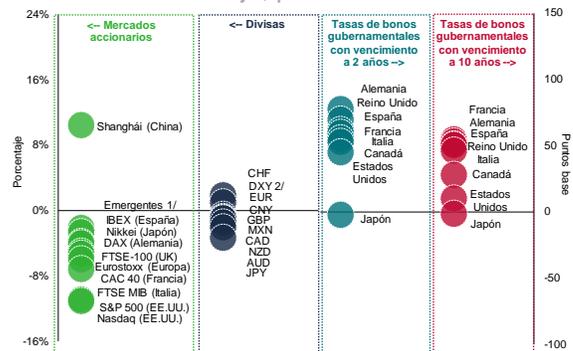
Gráfica 5
Índice de condiciones financieras^{1/}
Unidades



1/ El índice de condiciones financieras se construye a partir del efecto que tienen cinco variables sobre la actividad económica: la tasa de interés de referencia, la nota gubernamental de 10 años, el diferencial de bonos con grado de inversión sobre el bono de deuda gubernamental con duración equivalente, la razón de un índice bursátil con el promedio de las utilidades por acción de 10 años y el tipo de cambio ponderado por comercio. Las Economías Emergentes incluyen Brasil, Chile, China, Corea del Sur, Filipinas, Hungría, India, Indonesia, Israel, Malasia, México, Polonia, República Checa, Rumania, Sudáfrica, Tailandia y Turquía. La muestra global la conforman los países del G10 y las Economías Emergentes. 2/ En el caso de las Economías Emergentes, el índice de condiciones financieras toma el CDS como componente de diferencial de crédito y añade el tipo de cambio ponderado por deuda. La línea negra vertical indica la última reunión calendarizada del Comité de Política Monetaria de Banco de México.

Fuente: Banco de México con datos de Bloomberg y Goldman Sachs.

Gráfica 6
Variación de Indicadores Financieros
Seleccionados del 6 de mayo de 2022 al 17 de junio de 2022
Porcentaje; puntos base



1/ Índice MSCI de países emergentes que incluye a 24 países.

2/ DXY: promedio ponderado calculado por el Intercontinental Exchange (ICE) del tipo de cambio nominal de las seis principales divisas operadas mundialmente con los siguientes pesos: EUR: 57.6%, JPY: 13.6%, GBP: 11.9%, CAD: 9.1%, SEK: 4.2%, y CHF: 3.6%.

Fuente: Bloomberg y ICE.

Gráfica 7
Desempeño de activos de países emergentes
seleccionados a partir del 9 de mayo de 2022

Porcentaje, puntos base

Región	País	Divisas	Bolsas	Tasas de Interés 2A	Tasas de Interés 10A	CDS
América Latina	México	0.65%	-2.12%	66	-7	14
	Brasil	0.14%	-3.32%	24	16	38
	Chile	-0.79%	6.81%	-4	-29	0
	Colombia	4.62%	-3.80%	73	66	-13
	Perú	2.68%	-3.27%	-11	-36	-7
Europa emergente	Rusia	19.92%	-0.52%	-395	-380	5,347
	Polonia	0.37%	-2.18%	146	91	13
	Turquía	-14.91%	2.58%	340	-343	135
	Rep. Checa	0.91%	-0.27%	90	79	-4
Hungría	-5.01%	-4.68%	122	111	39	
Asia	China	0.63%	10.36%	-5	1	-2
	Malasia	-0.35%	-6.97%	-25	-14	-2
	India	-0.67%	-5.27%	23	-4	8
	Filipinas	-3.00%	-6.30%	8	30	-6
	Tailandia	-1.96%	-2.82%	-1	-36	0
	Indonesia	-1.89%	0.96%	-2	23	-2
África	Sudáfrica	1.00%	-0.47%	17	15	13

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 dos años y para Rusia se utilizan las tasas swap para ambos plazos.

Fuente: Bloomberg.

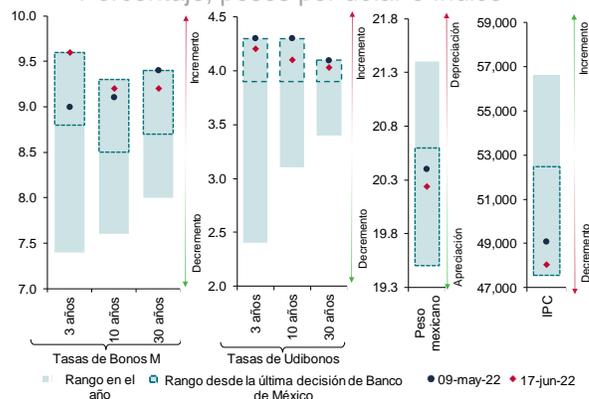
A.2. Evolución de la economía mexicana

A.2.1. Mercados en México

En el contexto internacional descrito, en los mercados financieros nacionales el tipo de cambio mantuvo un comportamiento ordenado, mientras que las tasas de interés de corto y mediano plazos aumentaron. Así, la curva de rendimientos presentó un comportamiento similar al de otros mercados de renta fija a nivel global, en un periodo caracterizado por una mayor volatilidad derivado del ajuste de 75 puntos base sobre el nivel objetivo de la tasa de fondos federales por parte de la Reserva Federal (Gráfica 8).

Gráfica 8
Desempeño y Condiciones de Operación de
Mercados Mexicanos

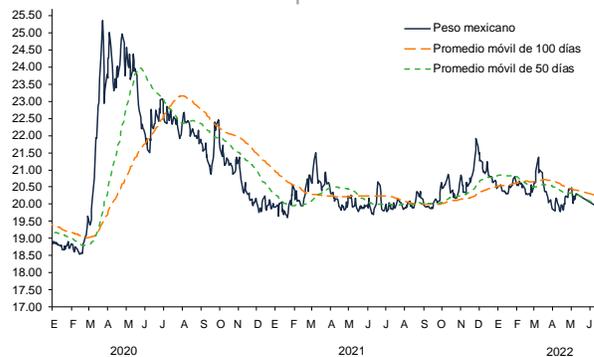
Porcentaje, pesos por dólar e índice



Fuente: Elaboración de Banco de México

La moneda nacional operó en un rango de un peso con 6 centavos, entre 19.53 y 20.59 pesos por dólar, terminando el periodo con una apreciación de 0.65% (Gráfica 9). Ello, en un contexto en el que las condiciones de operación, tanto realizadas como prospectivas, mostraron un ligero deterioro.

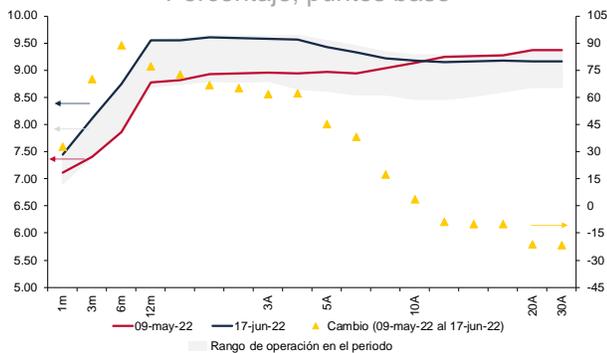
Gráfica 9
Tipo de Cambio del Peso Mexicano con
Promedios Móviles



Fuente: Elaboración de Banco de México

Las tasas de interés de los valores gubernamentales presentaron movimientos de aplanamiento, en línea con los movimientos observados en las curvas de rendimiento a nivel global (Gráfica 10), observándose incrementos de hasta 73 puntos base en el corto plazo y mediano plazo y disminuciones de hasta 22 puntos base en los instrumentos de mayor duración, en línea con la expectativa de una política monetaria más restrictiva por parte de Banco de México. Asimismo, la curva de rendimientos de instrumentos a tasa real mostró disminuciones de hasta 59 puntos base en el corto plazo y hasta de 21 puntos base en los instrumentos de mayor duración. En este contexto, las primas de compensación por inflación y riesgo inflacionario implícita en los diferenciales entre las tasas nominales y reales de instrumentos de mercado mostraron movimientos de entre -21 y 69 puntos base a lo largo de todos sus plazos (Gráfica 11). Estos movimientos ocurrieron en un entorno en el que las condiciones de operación mostraron un deterioro durante el periodo que comprende la decisión de política monetaria.

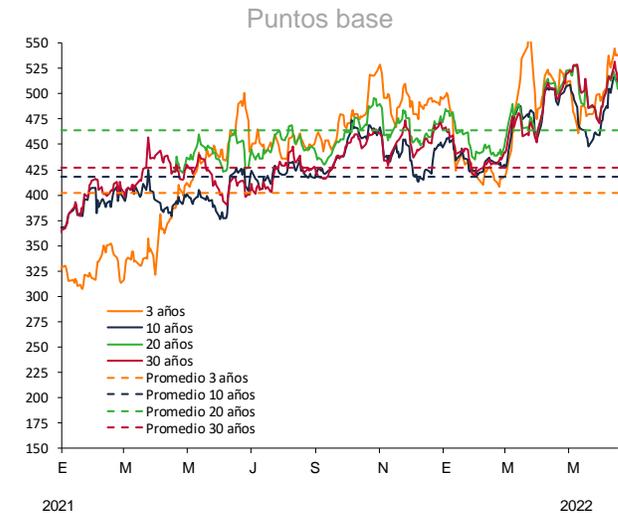
Gráfica 10
Curva de Rendimiento de Valores Gubernamentales a Tasa Nominal
Porcentaje, puntos base



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

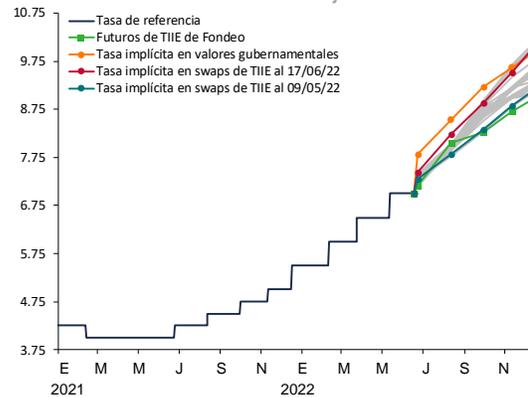
En lo que concierne a las expectativas de la trayectoria de la tasa de referencia de política monetaria, la información implícita en la curva de swaps de tasas de interés se incorpora un incremento de 93 puntos base para la decisión de junio y 76 puntos base adicionales para la decisión de agosto, mientras que para el cierre de 2022 apunta a una tasa cercana a 10.37% (Gráfica 12). Por otro lado, la mayoría de los analistas encuestados por Citibanamex anticipa que la tasa de interés de referencia se incremente en 75 puntos base a 7.75% en la decisión de junio, mientras que para finales de 2022 anticipa una tasa de 9.00%.

Gráfica 11
Compensación por Inflación y Riesgo Inflacionario Implícita en las Curvas de Tasas de Valores Gubernamentales
Puntos base



Fuente: PIP

Gráfica 12
Tasa de Fondo Implícita en la Curva de Swaps de TIIE
Porcentaje



Fuente: Elaboración de Banco de México con datos Bloomberg.

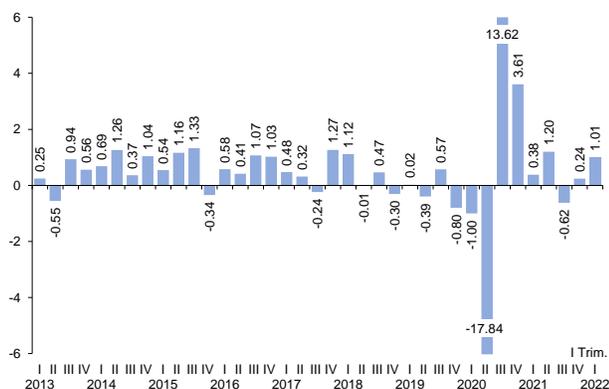
A.2.2. Actividad económica en México

Después de la reactivación de la actividad económica en el primer trimestre de 2022, se espera que a principios del segundo trimestre la economía haya continuado recuperándose (Gráfica 13). No obstante, persiste elevada incertidumbre respecto de la evolución futura de la pandemia, de las disrupciones en las cadenas globales de suministro y del entorno económico global.

Con relación a la demanda externa, en abril el valor de las exportaciones automotrices exhibió una caída en el margen, mientras que el del resto de las exportaciones manufactureras siguió aumentando (Gráfica 14).⁵ Por destino, las exportaciones manufactureras dirigidas a Estados Unidos presentaron cierto estancamiento, en tanto que los envíos al resto del mundo se contrajeron.

Gráfica 13
Producto Interno Bruto

Variaciones porcentuales trimestrales, a. e.

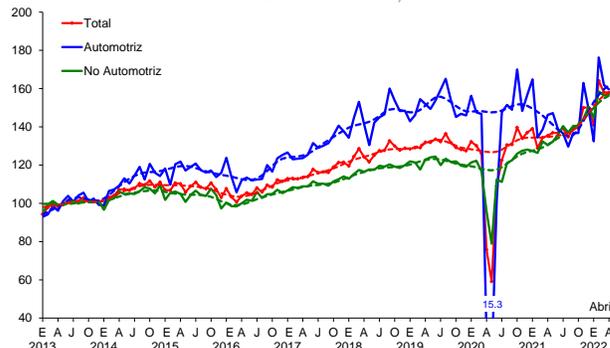


a. e. / Cifras con ajuste estacional.

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

Gráfica 14
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.

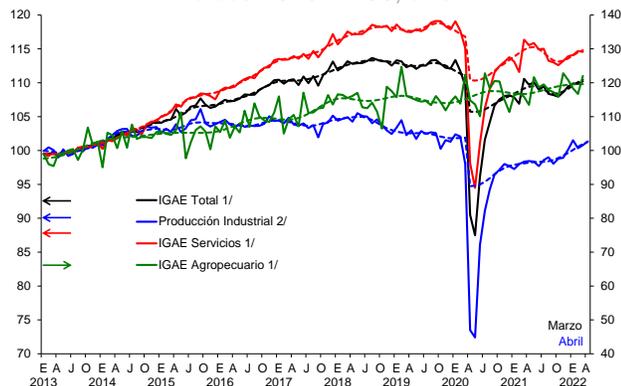
Por el lado de la demanda interna, con base en su indicador mensual, en marzo el consumo privado continuó exhibiendo dinamismo, hilando nueve meses con incrementos en el margen y situándose por encima del nivel observado en febrero de 2020. Tanto el consumo de bienes como el de servicios presentaron trayectorias al alza. Por su parte, en marzo la inversión fija bruta revirtió el retroceso observado el mes previo y se situó por arriba del nivel previo a la emergencia sanitaria. El gasto de inversión en construcción revirtió parcialmente la caída de febrero, mientras que el rubro de maquinaria y equipo mantuvo una trayectoria al alza.

Por el lado de la producción, a inicios del segundo trimestre de 2022 la actividad industrial continuó reactivándose (Gráfica 15) como resultado, principalmente, del dinamismo de las manufacturas y de una moderada reactivación de la construcción (Gráfica 16), si bien esta última permanece en niveles bajos. A su vez, a pesar del aumento en el margen, la minería se mantuvo con atonía. Por su parte, a finales del primer trimestre las actividades terciarias frenaron su recuperación. Ello fue resultado del comportamiento en el margen del comercio, de los servicios profesionales, corporativos y de apoyo a los negocios y de los servicios educativos y de salud. En contraste, el resto de los rubros registraron avances mensuales.

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

Gráfica 15
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.

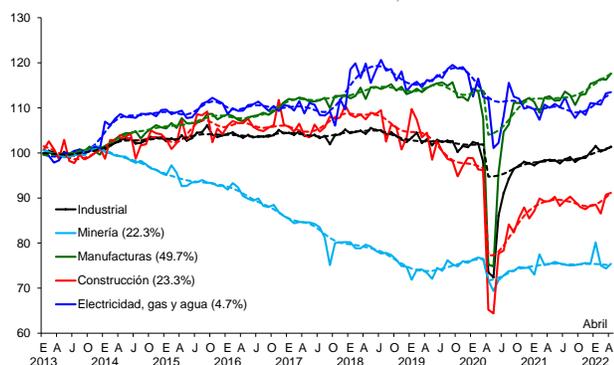
1/ Cifras a marzo de 2022.

2/ Cifras a abril de 2022 del Indicador Mensual de la Actividad Industrial.

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

Gráfica 16
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.

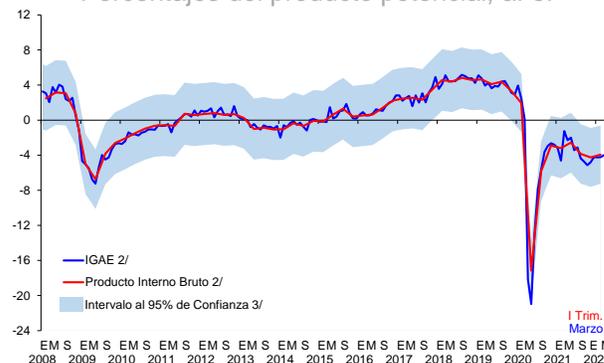
Fuente: Sistema de Cuentas Nacionales de México (SCNM), INEGI.

En cuanto a la posición cíclica de la economía, la brecha del producto estimada redujo su holgura al cierre del primer trimestre del año (Gráfica 17). Se espera que durante el segundo trimestre las condiciones de holgura hayan seguido contrayéndose gradualmente. A su vez, en abril diversos indicadores del mercado laboral exhibieron una mejoría. En particular, tanto la tasa de desocupación nacional como la urbana se redujeron respecto de marzo, ubicándose la primera en su menor nivel desde que se tiene registro (enero de 2005) y la segunda en niveles similares a los observados previo a la emergencia sanitaria (Gráfica 18). Ello en un contexto en el que la tasa de participación laboral y la razón de ocupación a población en edad de trabajar crecieron en el

margen. Por su parte, con cifras ajustadas por estacionalidad, en abril y mayo de 2022 la creación neta de puestos de trabajo afiliados al IMSS mantuvo una tendencia al alza. Finalmente, en abril el costo unitario de la mano de obra en el sector manufacturero acumuló tres meses con aumentos mensuales, situándose por encima del nivel reportado previo a la emergencia sanitaria (Gráfica 19).

Gráfica 17
Estimaciones de la Brecha del Producto 1/
Sin Industria Petrolera 4/

Porcentajes del producto potencial, a. e.



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

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

2/ Cifras del PIB al primer trimestre de 2022 y del IGAE a marzo de 2022.

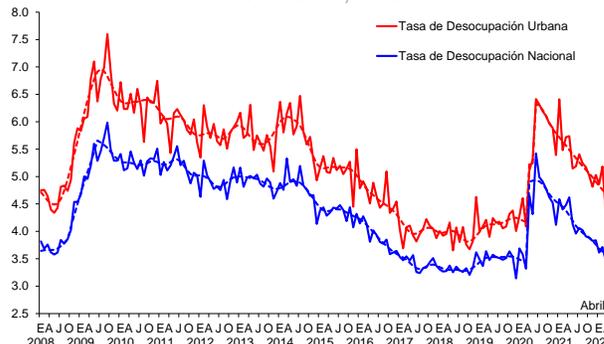
3/ Intervalo de confianza de la brecha del producto calculado con un método de componentes no observados.

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 18
Tasa de Desocupación Nacional y Tasa de Desocupación Urbana

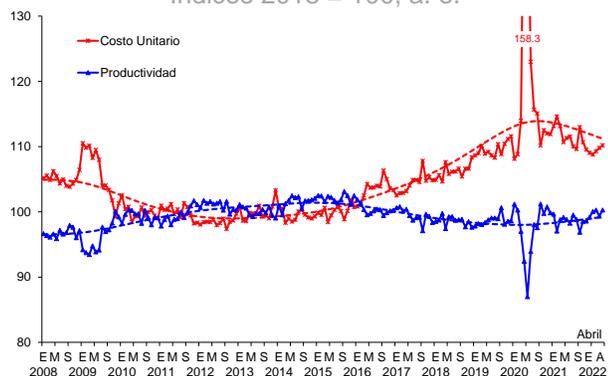
Por ciento, a. e.



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 19
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.

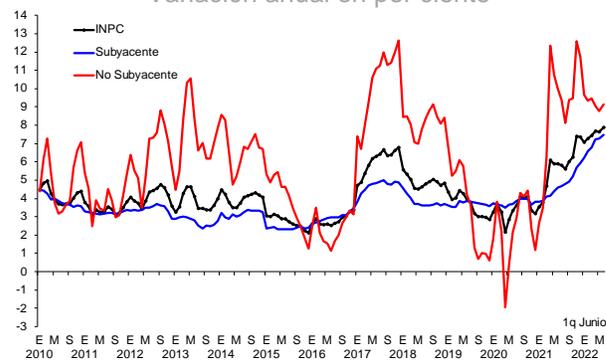
En abril de 2022, el financiamiento interno a las empresas siguió moderando su tasa de contracción anual en términos reales. En su interior, el crédito bancario a las empresas continuó con su gradual recuperación, misma que comenzó a observarse desde el último trimestre de 2021 y que se ha reflejado en incrementos del saldo de crédito en los últimos dos trimestres. Ello en un contexto en el que la demanda de crédito de las empresas siguió recuperándose, mientras que las condiciones de otorgamiento continuaron siendo estrechas respecto al inicio de la pandemia, aunque estas se han venido relajando desde la segunda mitad de 2021 para las empresas de menor tamaño. Por su parte, las emisiones netas de deuda corporativa en el mercado interno fueron negativas en los primeros cuatro meses de este año. En cuanto al crédito a los hogares, la cartera de vivienda de la banca comercial recuperó dinamismo en marzo y abril. A su vez, el crédito bancario vigente al consumo registró por cuarto mes consecutivo una variación real anual positiva, como resultado, principalmente, del dinamismo sostenido del crédito de nómina y de la cartera de tarjetas de crédito. Ello en un contexto en el que la demanda de crédito por parte de los hogares se ha ido recuperando gradualmente. Las condiciones de otorgamiento de crédito a la vivienda se mantuvieron estables, al tiempo que para la cartera de consumo estas se relajaron en el primer trimestre del año.

Las tasas de interés del crédito bancario a las empresas han seguido la dinámica de la tasa de fondeo bancario. Entre enero y abril de 2022, los márgenes de intermediación del crédito a las empresas se redujeron, por lo que se encuentran en general en niveles inferiores 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 febrero de 2022 las tasas de interés de tarjetas de crédito registraron un nivel similar al observado durante el cuarto trimestre de 2021, mientras que las de créditos personales se incrementaron. Respecto de la calidad de la cartera, en abril de 2022 los índices de morosidad del crédito a las empresas y a la vivienda se redujeron y continuaron en niveles bajos. Por último, los índices de morosidad de la cartera de consumo también disminuyeron, con lo que se mantuvieron en niveles inferiores a los registrados antes del inicio de la pandemia, aunque continúan siendo elevados.

A.2.3. Comportamiento y perspectivas de la inflación

Entre abril y la primera quincena de junio de 2022, la inflación general anual se incrementó y continuó en niveles elevados, pasando de 7.68 a 7.88% (Gráfica 20 y Cuadro 1). La inflación continuó presionada por los efectos de los choques de la pandemia que no se han desvanecido, a los cuales se han agregado los más recientes asociados con el conflicto bélico entre Rusia y Ucrania. Ello provocó que la inflación subyacente mantuviera una trayectoria al alza y que la no subyacente siguiera en niveles elevados y con resistencia a disminuir.

Gráfica 20
Índice Nacional de Precios al Consumidor
 Variación anual en por ciento



Fuente: Banco de México e INEGI.

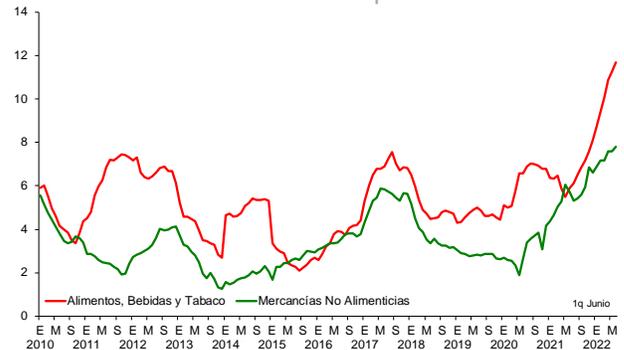
La inflación subyacente anual aumentó de 7.22 a 7.47% entre abril y la primera quincena de junio de 2022. Este componente continuó reflejando las presiones que afectan a los precios tanto de las mercancías como de los servicios. En el caso de las mercancías, su inflación anual se incrementó de 9.33 a 9.85% en los periodos referidos (Gráfica 21), impulsada por las disrupciones en las cadenas de producción y distribución, el incremento en los precios de las referencias internacionales de energéticos y alimentos y, en general, los mayores costos de producción. En su interior, en el lapso señalado, la inflación anual de las mercancías alimenticias aumentó de 10.88 a 11.71%, en tanto que la de las no alimenticias se incrementó de 7.61% a 7.80% (Gráfica 22). La inflación anual de los servicios pasó de 4.83 a 4.77% en las mismas fechas. Los altos niveles de inflación de servicios, sobre todo de aquella distinta de vivienda y educación, reflejan el incremento en la demanda que había estado contenida y los mayores costos de operación de los negocios. Al respecto, destaca que los aumentos en los precios de energéticos y alimentos también han presionado la inflación de algunos servicios, como los de transporte y de alimentación.

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



Fuente: Banco de México e INEGI.

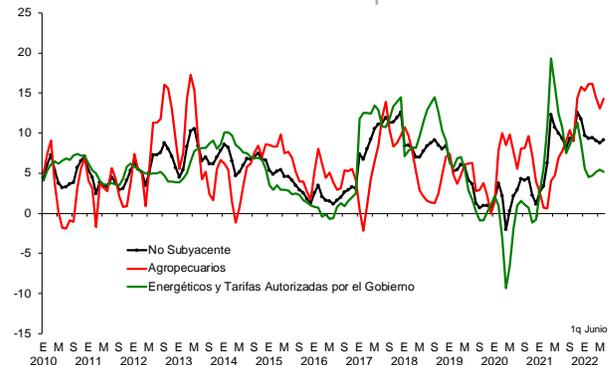
Gráfica 22
Subíndice Subyacente de las Mercancías
 Variación anual en por ciento



Fuente: Banco de México e INEGI.

Entre abril y mayo de 2022, la inflación no subyacente anual pasó de 9.07 a 9.13% (Gráfica 23 y Cuadro 1). En su interior, la inflación anual de los productos agropecuarios se situó en 14.36 y 14.31% en las fechas señaladas. La inflación de las frutas y verduras, así como la de los productos pecuarios, continuó exhibiendo niveles elevados, presionada por el encarecimiento en sus insumos de producción, tales como fertilizantes y granos, que se ha agudizado aún más a partir del conflicto bélico. Por su parte, la inflación anual de los energéticos disminuyó de 5.91 a 5.84% entre los periodos mencionados.

Gráfica 23
Índice de Precios No Subyacente
 Variación anual en por ciento



Fuente: Banco de México e INEGI.

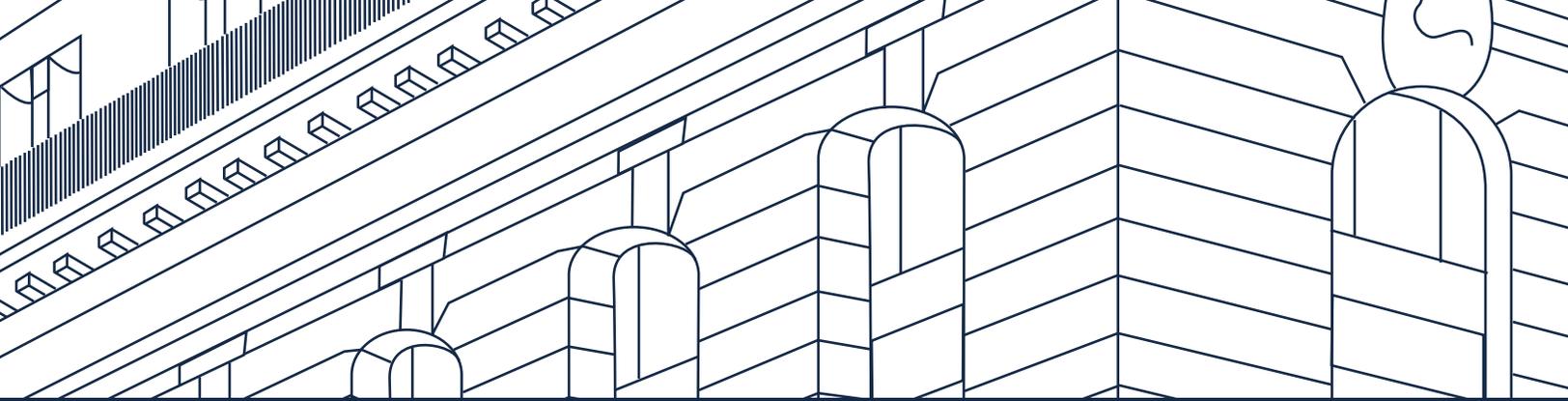
Respecto de las expectativas de inflación provenientes de la encuesta que levanta el Banco de México entre especialistas del sector privado, de abril a mayo la mediana para la inflación general para el cierre de 2022 aumentó de 6.75 a 6.81%, mientras que la correspondiente al componente subyacente pasó de 6.00 a 6.38%. A su vez, la mediana de las expectativas para la inflación general al cierre de 2023 se ajustó de 4.13 a 4.34%, en tanto que la mediana para la inflación subyacente aumentó de 4.00 a 4.14%. Por su parte, la mediana de las expectativas de inflación general para el mediano plazo incrementó de 3.76 a 3.80%, al tiempo que para la inflación subyacente se mantuvo en 3.70%. Asimismo, la mediana de las expectativas de inflación general para el largo plazo (5 a 8 años) incrementó de 3.55 a 3.60% y para la inflación subyacente se mantuvo estable en 3.50%. Finalmente, la compensación por inflación y riesgo inflacionario presentó volatilidad. En su interior, las expectativas implícitas en instrumentos de mercado siguieron aumentando, en tanto que la prima por riesgo inflacionario continúa en niveles elevados.

Ante presiones inflacionarias mayores a las anticipadas, el pronóstico de la inflación general se revisó al alza hasta el tercer trimestre de 2023 y el de la subyacente se ajustó al alza para todo el horizonte, aunque se sigue previendo que la convergencia a la meta de 3% se alcance en el primer trimestre de 2024. Estas previsiones están sujetas a riesgos. Al alza: i) persistencia de la inflación subyacente en niveles elevados; ii) presiones inflacionarias externas derivadas de la pandemia; iii) mayores presiones en los precios agropecuarios y energéticos por el conflicto geopolítico; iv) depreciación cambiaria; y v) presiones de costos. A la baja: i) una disminución en la intensidad del conflicto bélico; ii) mejor funcionamiento de las cadenas de suministro; iii) un efecto mayor al esperado de la brecha negativa del producto; y iv) un efecto mayor al esperado del Paquete Contra la Inflación y la Carestía. El balance de riesgos respecto a la trayectoria prevista para la inflación en el horizonte de pronóstico presenta un considerable sesgo al alza.

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

Concepto	Abril 2022	Mayo 2022	1q Junio 2022
INPC	7.68	7.65	7.88
Subyacente	7.22	7.28	7.47
Mercancías	9.33	9.53	9.85
Alimentos, Bebidas y Tabaco	10.88	11.27	11.71
Mercancías No Alimenticias	7.61	7.61	7.80
Servicios	4.83	4.74	4.77
Vivienda	2.76	2.84	2.97
Educación (Colegiaturas)	3.18	3.24	3.31
Otros Servicios	7.01	6.71	6.64
No Subyacente	9.07	8.77	9.13
Agropecuarios	14.36	13.08	14.31
Frutas y Verduras	15.84	12.88	13.29
Pecuarios	13.21	13.24	15.12
Energéticos y Tarifas Aut. por Gobierno	5.18	5.44	5.15
Energéticos	5.91	6.30	5.84
Tarifas Autorizadas por Gobierno	3.40	3.41	3.51

Fuente: INEGI.



BANCO DE MÉXICO®

Documento publicado el 7 de julio de 2022

