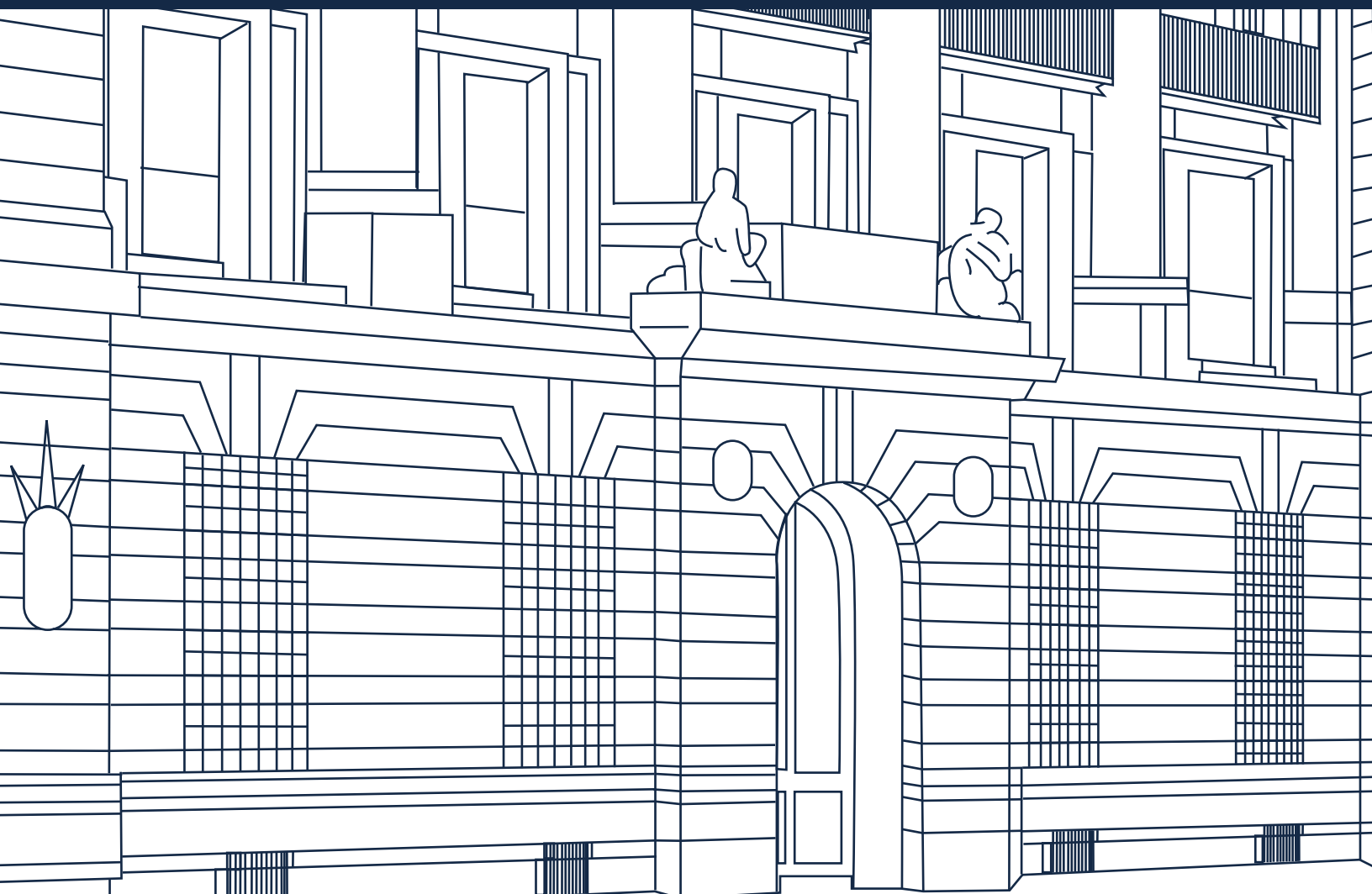


BANCO DE MÉXICO®

Minuta número 95

Reunión de la Junta de Gobierno del Banco de México, con motivo de la
decisión de política monetaria anunciada el 29 de septiembre 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: 28 de septiembre 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 oportunos sugieren que la actividad económica mundial continuó desacelerándose en el tercer trimestre. Comentó que se vio afectada por las repercusiones del conflicto bélico, y uno añadió el impacto del apretamiento de las condiciones financieras. **No obstante, la mayoría resaltó que los mercados laborales de varias economías continuaron mostrando fortaleza. Algunos** destacaron la recuperación en las tasas de participación laboral y la creación de empleos en Estados Unidos. **Uno** comentó que, no obstante, los salarios reales en casi todas las economías avanzadas han comenzado a registrar variaciones reales negativas, lo que anticipa ajustes futuros en el consumo privado. **Otro** agregó que la elevada inflación ha erosionado el alza de los salarios nominales y destacó que el contexto actual ha repercutido sobre la confianza del consumidor. **La mayoría subrayó que las perspectivas de crecimiento mundial se**

ajustaron a la baja, en especial para 2023. Uno agregó que hay una mayor expectativa de recesión. Por su parte, **otro** consideró que la economía China parecería haber recuperado cierto dinamismo. No obstante, **algunos** señalaron que sus expectativas de crecimiento se han ajustado a la baja.

Entre los riesgos para la economía global, la mayoría destacó los asociados a la pandemia, el agravamiento de las tensiones geopolíticas, y mayores ajustes a las condiciones monetarias y financieras. Uno añadió la crisis energética que pudiera presentarse en Europa, así como los posibles efectos de la disminución de los precios de la vivienda en economías avanzadas. **Otro** consideró como riesgos adicionales: i) la creciente deuda privada que podría generar condiciones de inestabilidad financiera; ii) los elevados déficits fiscales, particularmente en economías de importancia sistémica que implementaron cuantiosos estímulos durante la pandemia; y iii) que las vulnerabilidades del sector inmobiliario en China, en un contexto de debilidad económica, lleven a eventos de incumplimiento crediticio que tengan efectos amplificadores hacia el resto del mundo. Finalmente, opinó que el balance de riesgos para la actividad mundial se mantiene notoriamente deteriorado.

La mayoría mencionó que la inflación global siguió aumentando. Ello en un entorno en el que persisten desbalances entre demanda y oferta en diversos mercados, y precios aún elevados de alimentos y energéticos. Algunos añadieron que en la mayoría de las economías la inflación continúa por encima de los objetivos de sus bancos centrales. **La mayoría resaltó que la inflación subyacente se mantiene al alza. Algunos** precisaron que en Estados Unidos la inflación general disminuyó en agosto, mientras que la subyacente aumentó. **Uno** indicó que, en la zona del euro, las inflaciones general y subyacente aumentaron en agosto, y que en las principales economías emergentes la inflación general se mantuvo en niveles elevados y la subyacente continuó aumentando.

Todos destacaron la reducción de los precios internacionales de algunas materias primas, en especial de los energéticos, si bien con volatilidad. Señalaron que también se han moderado las disrupciones en las cadenas de suministro. La mayoría añadió que en algunos países han comenzado a atenuarse las

presiones sobre la inflación general. Uno detalló que las presiones inflacionarias se han reducido por los efectos de la dinámica favorable de la pandemia y por las posturas restrictivas adoptadas por diversos gobiernos y bancos centrales, lo que ha repercutido en una moderación del gasto global. Consideró que las expectativas de inflación de encuestas y las implícitas en instrumentos de mercado han comenzado a disminuir en el margen en diversos países. **Algunos** externaron que prevalece incertidumbre sobre si la inflación mundial ya ha alcanzado su pico y si su disminución coincidirá con los pronósticos de los bancos centrales.

La mayoría comentó que un amplio número de bancos centrales continuó incrementando sus tasas de referencia, algunos en mayor magnitud a lo previsto. Mencionó que mantuvieron una retórica restrictiva, reiterando su compromiso con la estabilidad de precios. Respecto de la Reserva Federal, todos señalaron que en su decisión más reciente aumentó el rango objetivo para la tasa de fondos federales en 75 puntos base por tercera vez consecutiva y que anticipó futuros incrementos. La mayoría destacó que las últimas proyecciones de dicha Institución sugieren que se observarían aumentos adicionales, de 125 puntos base este año llevando la tasa a 4.4% al cierre de 2022, y a 4.6% al cierre de 2023. Uno comentó que el presidente de esta institución comunicó que los futuros incrementos seguirán dependiendo de los datos económicos. **La mayoría señaló que el Banco Central Europeo también aumentó en 75 puntos base su tasa de referencia. Uno** resaltó que otros bancos centrales han comenzado a desligarse de la Reserva Federal, respondiendo a su contexto interno. Señaló que en China y Japón continúan implementando posturas acomodaticias, y que en Chile y Brasil ya parecen haber alcanzado el fin de sus ciclos alcistas.

La mayoría mencionó que prevalecen expectativas de un apretamiento monetario acelerado a nivel global y de tasas de referencia en niveles altos por un periodo prolongado. Uno comentó que, en general, las autoridades monetarias han reconocido que las presiones inflacionarias serán más severas y duraderas de lo previsto. Destacó que además anticipan un retraso en la convergencia de la inflación hacia sus metas para finales del 2023 y 2024. Agregó que dichas autoridades han expresado que las tasas reales ex-ante podrán

superar el rango de neutralidad por un tiempo y ubicarse en niveles mayores a lo previsto. Señaló que los bancos centrales han mencionado que de ser necesario se asumirá un mayor sacrificio en términos de crecimiento y empleo.

La mayoría mencionó que las condiciones financieras se mantuvieron apretadas, y que los mercados financieros internacionales registraron volatilidad. Externó que estos se han visto afectados por la perspectiva de una política monetaria más restrictiva en las principales economías avanzadas y por las previsiones de menor crecimiento global. Destacó que las tasas de interés a nivel global mostraron incrementos generalizados y significativos. Señaló que los mercados accionarios presentaron un desempeño negativo. Comentó que el dólar continuó fortaleciéndose, alcanzando su mayor nivel en 20 años. Uno resaltó que ello podría implicar un mayor traspaso de la inflación externa a la interna, un mayor costo del servicio de la deuda denominada en esa divisa y mayores salidas de capital en economías emergentes. Agregó que esto último se ha observado recientemente, particularmente en instrumentos de renta fija. **Otro** enfatizó que la libra esterlina, el euro y el yen alcanzaron sus niveles más bajos en décadas. **Algunos** mencionaron que las divisas de economías emergentes registraron un comportamiento negativo, en un contexto de mayor aversión al riesgo. **Algunos** resaltaron que varios bancos centrales tuvieron que intervenir en sus mercados cambiarios. **Uno** comentó que las primas de riesgo de las economías emergentes también aumentaron. **Otro** puntualizó que se prevé que el ambiente de elevada incertidumbre continúe durante el resto del año.

Actividad Económica en México

La mayoría prevé que el crecimiento de la actividad económica en el tercer trimestre de 2022 se desacelere respecto del observado en la primera mitad del año. No obstante, apuntó que en julio la actividad económica se recuperó, luego de la debilidad registrada en mayo y junio. Uno consideró que ello estuvo apoyado por los tres principales sectores económicos. No obstante, advirtió que casi el 35% de la actividad sectorial continúa por debajo de sus niveles pre-pandemia. **Otro** agregó que la actividad económica aún no ha logrado superar el nivel alcanzado en abril y que, de confirmarse el dato oportuno de agosto, la actividad económica

habría hilado cuatro meses consecutivos con una trayectoria plana. **Algunos** señalaron que se espera que la recuperación gradual de la economía continúe, si bien a un menor ritmo, y enfrentando un complejo entorno económico global que mantiene el balance de riesgos para el crecimiento sesgado a la baja.

Por el lado de la oferta, la mayoría comentó que la producción industrial siguió recuperándose, apoyada por el buen desempeño de las manufacturas. Uno indicó que la actividad industrial registra cinco meses seguidos de expansión. **Algunos** consideraron que esta expansión ha sido heterogénea entre sus sectores, con atonía de la minería y la construcción. **La mayoría destacó cierta recuperación de los servicios en julio. No obstante, resaltó que continúan mostrando debilidad.** Por su parte, **algunos** añadieron que persiste un comportamiento diferenciado.

Por el lado de la demanda, la mayoría señaló que el consumo siguió recuperándose, apoyado por los niveles elevados de las remesas y de la masa salarial real. Algunos mencionaron que en el segundo trimestre el indicador mensual de consumo privado registró un crecimiento de 1.2%, si bien se desaceleró en mayo y junio. **Uno** subrayó que el consumo apenas ha recuperado su nivel pre-pandemia y conserva un cierto rezago con respecto a su trayectoria tendencial. **Otro** destacó la tendencia positiva del consumo de bienes importados. **No obstante, la mayoría notó que diversos determinantes del consumo como la confianza del consumidor y el ingreso real promedio, entre otros, han presentado un deterioro en el margen.** Algunos señalaron que esto sugiere una posible desaceleración del consumo privado. **La mayoría comentó que la inversión continuó recuperándose.** Uno precisó que ello se ha dado con una alta variabilidad mensual. **La mayoría observó que el componente de maquinaria y equipo ha mejorado en el margen, si bien la inversión en construcción continúa mostrando atonía.** Uno detalló que el gasto en equipo de transporte ha mostrado un mejor desempeño. **Otro** indicó que la inversión total se frenó en el bimestre mayo-junio, en el componente de maquinaria y equipo y en el de construcción. **En cuanto al sector externo, la mayoría resaltó el buen desempeño de las exportaciones.** Algunos puntualizaron que las automotrices se expandieron en agosto mientras que el resto de las exportaciones manufactureras mostró una

disminución en el margen. **Uno** señaló que se observó una mejora tanto en la balanza petrolera como en la balanza comercial total. **Otro** agregó que el valor de las exportaciones manufactureras se mantuvo en niveles altos como reflejo de aumentos en precios y volumen. **Uno** advirtió que se perciben señales de una reducción en el ritmo de crecimiento de las exportaciones no automotrices, asociada en parte a las expectativas de desaceleración global.

Todos mencionaron que diversos indicadores del mercado laboral han seguido mejorando, si bien **algunos** señalaron que la recuperación continúa siendo incompleta. **La mayoría destacó que en julio las tasas de desocupación extendida y de participación laboral se situaron en niveles similares a los de antes de la pandemia.** Uno añadió que en agosto el número de trabajadores registrados en el IMSS continuó mostrando una trayectoria positiva. No obstante, **otro** comentó que aún existe un déficit en la creación de empleos formales, y alrededor de 32 millones de trabajadores se mantienen en el sector informal. **Algunos** destacaron que en agosto las revisiones de los salarios contractuales del sector privado y las de los trabajadores registrados en el IMSS continuaron con una tendencia al alza, con ajustes cercanos a 7 y 12% respectivamente. **Uno** consideró que si bien la realización de ajustes que estaban pendientes en los salarios es una buena noticia, el indicador global de productividad laboral acumula ocho trimestres consecutivos de contracción y se ubica en niveles de 2009, por lo que el costo laboral unitario ha incrementado significativamente. **Otro** externó que información de la ENOE (Encuesta Nacional de Ocupación y Empleo), la cual incluye tanto a los trabajadores formales como a los informales, sugiere que los salarios no han exhibido incrementos significativos en términos reales. En cambio, señaló que es posible que haya una mayor incidencia inflacionaria sobre ciertos sectores, lo que estaría vinculado a la recuperación heterogénea. Preciso que las revisiones salariales se han concentrado en el subgrupo de trabajadores formales registrados en el IMSS, donde destacan los sectores de construcción, agricultura y servicios para empresas. En contraste, afirmó que los salarios reales de otros sectores se encuentran rezagados. Comentó que estudios recientes, que descomponen la dinámica salarial de los trabajadores del IMSS por tipo de empleados, sugieren que los incrementos salariales pueden explicarse en gran medida por la reforma laboral

en materia de subcontratación del 2021. Consideró que será importante evaluar si estos aumentos seguirán presentándose hacia delante una vez que se superen los efectos de dicha reforma.

La mayoría apuntó que se anticipa que las condiciones de holgura de la economía sigan disminuyendo. Uno advirtió que por el lado de la demanda, la brecha negativa del producto podría ser inexistente o incluso positiva si el PIB potencial es menor al estimado o si se aíslan los efectos negativos de la reforma en materia de subcontratación. Otro argumentó que la actividad económica sigue mostrando un importante grado de holgura, ya que en el segundo trimestre del año el nivel del PIB se mantuvo muy por debajo de su trayectoria tendencial de mediano plazo y ligeramente por debajo de su nivel pre-pandemia.

Inflación en México

Todos destacaron los niveles elevados de la inflación. La mayoría indicó que en la primera quincena de septiembre las inflaciones general y subyacente registraron tasas anuales de 8.76 y 8.27%, respectivamente. Comentó que ambas continúan mostrando una tendencia al alza. Uno detalló que esta trayectoria alcista ha continuado por más de 20 meses para la general y más de 18 para la subyacente. Algunos comentaron que la inflación ha sorprendido repetidamente al alza desde inicios de 2021. Uno puntualizó que la general no muestra señales de alcanzar su punto de inflexión. No obstante, otro señaló que las presiones en el margen en la inflación mensual muestran una tendencia a la baja desde marzo. Uno apuntó que la general y la subyacente se mantienen en niveles no observados en dos décadas. Otro mencionó que incluso los genéricos con mayores rigideces de precios registran inflaciones por encima de 4%, lo cual indica presiones generalizadas. **La mayoría apuntó que la elevada inflación en México responde en parte a un fenómeno global. Indicó que si bien se han observado menores disrupciones y disminuciones en los precios internacionales de algunas materias primas, aún prevalecen desbalances entre oferta y demanda en diversos mercados.** Algunos apuntaron que los costos de producción continúan afectados por los aumentos en los precios de diversos insumos. Uno comentó que es necesario que la inflación global, particularmente en Estados Unidos, muestre un cambio de tendencia para que

comience a disminuir en México. No obstante, alertó que ello no sería suficiente, ya que también se enfrentan crecientes presiones internas.

La mayoría mencionó que la inflación subyacente continuó ubicándose en niveles altos. Uno detalló que ello se observó en prácticamente todos sus componentes. Otro apuntó que en el margen se presentaron menores presiones sobre la inflación subyacente mensual, particularmente en mercancías alimenticias y servicios. Algunos destacaron que la tasa anual de inflación de las mercancías está en niveles de dos dígitos. **La mayoría señaló que la correspondiente a las mercancías alimenticias se ubicó en 13.27% en la primera quincena de septiembre.** Uno resaltó que esta cifra fue casi el doble de lo registrado hace un año y que su incremento anual en agosto fue más notorio que en meses previos. Agregó que ello refleja los niveles elevados de las referencias internacionales de las materias primas alimenticias. Otro comentó que desde hace meses los precios de las mercancías alimenticias crecen a tasas de doble dígito. Añadió que además de su impacto en el INPC y el poder adquisitivo de los hogares de menores ingresos, ello preocupa porque los consumidores perciben estas alzas como el nivel de inflación de la economía en general. Algunos señalaron que la inflación de las mercancías no alimenticias continúa enfrentando presiones. Algunos detallaron que se ha consolidado en niveles muy elevados y uno alertó que ha exhibido una trayectoria al alza este año. **La mayoría mencionó que la inflación de los servicios ha mostrado una tendencia ascendente.** Uno resaltó que se ubica en niveles muy altos. Algunos precisaron que ello se explica por la inflación en los servicios turísticos y de alimentación. Uno agregó la inflación de los servicios educativos. Otro consideró que los precios de los servicios están respondiendo a las presiones en los costos de insumos y al incremento en la demanda ante la mayor movilidad.

Todos notaron que la inflación no subyacente sigue en niveles elevados. Algunos mencionaron que ello se explica principalmente por el rubro de bienes agropecuarios. Uno enfatizó que el componente no subyacente se mantiene en niveles elevados a pesar de los esfuerzos gubernamentales por contener la inflación de los energéticos. Agregó que no se prevé que disminuya fácilmente. Otro comentó

que este componente registró tasas mensuales en línea con su promedio histórico por tres meses consecutivos. Añadió que este comportamiento favorable se observó en los energéticos y en los agropecuarios. **Uno** destacó que la inflación de los bienes agropecuarios fue de dos dígitos. Señaló que, a pesar de la disminución en las referencias internacionales, los precios de los energéticos en México no han mostrado una reducción proporcional. No obstante, **otro** mencionó que los energéticos mostraron una inflación anual relativamente baja.

La mayoría comentó que las expectativas de las inflaciones general y subyacente para 2022 y 2023 volvieron a incrementarse. Algunos apuntaron que ello ha sido en línea con el aumento observado de la inflación. **La mayoría indicó que las expectativas de mediano plazo exhibieron en el margen cierto incremento y señaló que las de largo plazo se mantuvieron estables, si bien por arriba de la meta.** No obstante, **algunos** destacaron que su distribución ha presentado una mayor dispersión. Respecto de las expectativas para la inflación subyacente, **uno** mencionó que las de largo plazo disminuyeron en el margen. En este contexto, **otro** refirió que aunque las expectativas de inflación de mediano y largo plazos han comenzado a estabilizarse, siguen en niveles elevados. **En cuanto a las expectativas extraídas de instrumentos de mercado, la mayoría señaló que han continuado deteriorándose. Algunos** comentaron que las de largo plazo se mantienen ligeramente por arriba del 3%. **Algunos** apuntaron que la compensación por inflación y riesgo inflacionario mostró incrementos generalizados en todos sus plazos.

La mayoría indicó que, ante choques inflacionarios de una magnitud mayor a la anticipada y la perspectiva de que sus efectos sean más duraderos de lo previsto, los pronósticos para las inflaciones general y subyacente se revisaron al alza para todo el horizonte de pronóstico. Señaló que, en este entorno más complejo, se anticipa que la inflación converja a la meta de 3% en el tercer trimestre de 2024. Uno mencionó que la convergencia puntual se encuentra en sintonía con el horizonte de tiempo en el que opera la política monetaria y en coincidencia con la convergencia anticipada para la inflación de diversas economías. No obstante, apuntó que no se descarta que los choques inflacionarios se agudicen, o que se materialicen nuevas

presiones. **Otro** destacó que la convergencia a la meta será tardada porque una menor inflación externa no se traduce automáticamente en una reducción de la interna y por el rezago con el que actuará la postura restrictiva. Comentó que la convergencia será frágil dada la continua aparición de choques no anticipados. Opinó que dicha convergencia será difícil de alcanzar, ya que implica que para la segunda mitad de 2023 la inflación no subyacente alcance valores muy por debajo de lo observado habitualmente. Indicó que además de que no ha mostrado una tendencia a la baja, tiene una estacionalidad muy fuerte y es volátil. De igual forma, señaló que existe una divergencia para el cierre del 2023 entre nuestro pronóstico y las expectativas de los analistas, lo cual pone en duda la credibilidad de la trayectoria que se presenta y podría contribuir al deterioro de las expectativas de mediano y largo plazos.

Entre los riesgos al alza para la inflación, la mayoría mencionó la persistencia de la inflación subyacente en niveles elevados y las presiones inflacionarias externas derivadas de la pandemia y del conflicto geopolítico. Uno consideró que los precios internacionales de referencia de diversas materias primas han presentado una fuerte correlación con los precios domésticos y han generado un traspaso importante a la inflación del país, por lo que puede ser un riesgo si dicho traspaso presenta un efecto asimétrico en el descenso de la inflación conforme el precio de estas materias primas disminuya. Por lo tanto, afirmó que el proceso de convergencia podría enfrentar retos importantes hacia delante. En cuanto a las revisiones salariales, **otro** estimó que podrían exacerbarse por aumentos adicionales al salario mínimo, el cual podría incrementarse en más de 20% en los próximos dos años. **Uno** enfatizó que la alta inflación parece haber comenzado a incidir en las revisiones salariales, lo que podría implicar el riesgo de una espiral precios-salarios. Por su parte, **otro** destacó que los salarios de la población que incluye formales e informales no exhiben incrementos significativos en términos reales, por lo que difícilmente puede considerarse que existan presiones salariales generalizadas. **Uno** añadió el riesgo de depreciación cambiaria ante la perspectiva de un mayor apretamiento de las condiciones financieras a nivel global. **Otro** agregó que la economía enfrenta crecientes presiones internas. Señaló que la brecha del producto podría ser menor a lo estimado actualmente y apuntó que los precios de los servicios han mostrado un ascenso considerable,

no obstante que estos son en general no-comerciables. Agregó que factores climatológicos podrían presionar al alza los precios. Externó que los diversos riesgos se dan en un entorno de poca competitividad en múltiples sectores, lo que podría favorecer el alza de precios. **Uno** mencionó dos riesgos para las finanzas públicas que podrían ejercer presión sobre la política monetaria. Primero, que el crecimiento esperado por el Paquete Económico 2023 no se materialice. Segundo, que se observe un mayor déficit fiscal con un aumento en el gasto público. Respecto de los riesgos a la baja, **otro** destacó una desaceleración de la actividad económica mundial mayor a la anticipada, así como una mitigación de los efectos de la pandemia y del conflicto bélico sobre las cadenas de producción y distribución. **En este contexto, la mayoría mencionó que el balance de riesgos respecto de la trayectoria prevista para la inflación en el horizonte de pronóstico continúa con un considerable sesgo al alza.**

Entorno Macrofinanciero

La mayoría destacó que los mercados financieros nacionales reflejaron la dinámica global de un menor apetito por riesgo y de una fortaleza generalizada del dólar estadounidense. Comentó que el mercado accionario presentó movimientos negativos. No obstante, puntualizó que el tipo de cambio mantuvo un comportamiento estable. Señaló un desempeño positivo en comparación con las divisas de la mayoría de las economías emergentes. Uno apuntó que este comportamiento favorable también se observó con respecto a las divisas de economías avanzadas. **Otro** externó que el peso mexicano registró una mayor volatilidad en días recientes por factores externos. **Algunos** enfatizaron que los fundamentos macroeconómicos sólidos han contribuido al desempeño relativamente favorable de los mercados financieros nacionales, particularmente del cambiario. **Uno** agregó que la estabilidad cambiaria no solo ha evitado mayores salidas de capitales, sino también ha mitigado presiones inflacionarias provenientes de bienes importados. **Otro** detalló que la disciplina fiscal también ha contribuido a preservar las calificaciones crediticias de la deuda pública. Señaló que los flujos de capital al mercado de deuda por parte de no residentes han sido afectados negativamente por el componente global, y positivamente por el elemento idiosincrásico. Externó que esto explica un mejor

comportamiento de los títulos de deuda mexicana en términos relativos a los de otras economías emergentes. **Uno** reflexionó que las acciones de política monetaria implementadas por el Banco de México han conducido a un atractivo diferencial de tasas ajustado por volatilidad con respecto a Estados Unidos.

La mayoría destacó que las tasas de interés de bonos gubernamentales aumentaron a lo largo de toda la curva de rendimientos. Algunos señalaron que las de corto plazo registraron incrementos cercanos a 120pb. **Uno** agregó que las de mediano y largo plazos aumentaron hasta en 110pb. **Algunos** resaltaron que la curva de rendimientos de instrumentos a tasa real también presentó aumentos en todos sus plazos. **Algunos** consideraron que ello implica un endurecimiento de las condiciones financieras y refleja la expectativa de una postura monetaria más restrictiva. **Uno** precisó que las primas por incumplimiento de los bonos soberanos subieron significativamente.

Uno destacó que el crédito al sector productivo continuó recuperándose. Añadió que a pesar de un entorno de mayores tasas de interés, el financiamiento interno a las empresas fue impulsado en julio por la mejoría gradual del crédito proveniente de la banca comercial. Agregó que el crédito al consumo continúa aumentando y que la morosidad de la cartera crediticia bancaria sigue disminuyendo. **Otro** consideró que, si bien mejoró en el margen, el crédito al sector productivo continuó mostrando un débil desempeño y un rezago con respecto tanto a su nivel previo a la pandemia como al de su trayectoria tendencial de largo plazo.

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 la evolución de las expectativas de mediano y largo plazos y el proceso de formación de precios. Consideró también los mayores retos para la conducción de la política monetaria ante el apretamiento de las condiciones financieras globales, la acentuada incertidumbre, las presiones inflacionarias acumuladas de la pandemia y del conflicto geopolítico, y la posibilidad de mayores afectaciones a la inflación. Con base en ello, y con la presencia de todos sus miembros, decidió por unanimidad aumentar 75 puntos base el objetivo para la Tasa de Interés

Interbancaria a un día a 9.25%. Agregó 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 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, como con un ajuste adecuado de la economía y de los mercados financieros. La Junta de Gobierno valorará la magnitud de los ajustes al alza en la tasa de referencia de sus próximas reuniones de acuerdo con las circunstancias prevalecientes.

Un miembro expresó que el entorno para la conducción de la política monetaria ha continuado complicándose, ante las presiones inflacionarias que todavía no dan señales claras de estar cediendo y condiciones financieras internacionales más astringentes. Argumentó que desde junio del año pasado, a lo largo de todo el episodio inflacionario asociado a la pandemia y la guerra en Ucrania, el Banco de México ha incrementado la tasa de referencia de forma oportuna y contundente, incluyendo aumentos de 75 puntos base en las últimas decisiones. Destacó que ello es reflejo del compromiso con el mandato prioritario de esta Institución. En cuanto a la tasa de interés real ex-ante, consideró que ahora está alrededor del límite superior del rango estimado de neutralidad, y debe llevarse a terreno claramente restrictivo. Señaló que un aumento de 75 puntos base lograría ese objetivo, y reflejaría el compromiso del Banco Central con su mandato prioritario, en un contexto de importantes presiones inflacionarias. Opinó que dicho reforzamiento es necesario además para procurar el anclaje de las expectativas de inflación, principalmente de las de mayor plazo. Enfatizó dos retos. Primero, consideró que si bien los ajustes en las expectativas de inflación de mediano y largo plazos durante el año han sido moderados, es indispensable actuar con determinación para evitar un proceso de desanclaje. Advirtió que, de materializarse dicho proceso, se afectaría la formación de precios y se dificultaría significativamente la convergencia de la inflación a su objetivo. Segundo, comentó que las acciones de política monetaria contribuyeron a

un ajuste ordenado de los mercados financieros, incluido el cambiario, y evitaron afectaciones en las expectativas de largo plazo. Sin embargo, advirtió que no pueden descartarse periodos de mayor aversión al riesgo y volatilidad cambiaria, por lo que se requiere una política monetaria prudente que evite posibles afectaciones a los mercados financieros. Agregó que hacia delante, el ciclo de alzas debe continuar y precisó que la magnitud de los incrementos subsecuentes deberá discutirse según la evolución de la inflación y de sus determinantes. Destacó que los episodios inflacionarios tienen un impacto regresivo, afectando en mayor medida a las familias de menores ingresos, ya que tienen un menor acceso al sistema financiero formal y, en consecuencia, disponen de menores alternativas para protegerse de aumentos generalizados de precios. Recordó que los precios de los alimentos han subido en mayor magnitud, incrementando los efectos regresivos, ya que las familias de menores ingresos tienden a asignar una mayor proporción de su gasto a estos productos. Comentó que es indispensable que el Banco evite que la inflación elevada se arraigue, lo cual tendría repercusiones adversas persistentes sobre la pobreza, la distribución del ingreso y, en general sobre el bienestar de las familias mexicanas. Afirmó que en ello radica la relevancia de que la Junta de Gobierno manifieste explícitamente su compromiso con la consecución del mandato prioritario.

Otro miembro precisó que, desde la última decisión, las presiones inflacionarias, los factores que inciden en la trayectoria prevista para la inflación, así como sus expectativas, se han deteriorado. Externó que al panorama inflacionario ya deteriorado tanto a nivel global como por factores internos, se suman ahora un entorno de menor liquidez, elevada volatilidad cambiaria, mayor aversión al riesgo, así como un deterioro en la actividad económica, y la posibilidad de choques nuevos derivados de la prolongación o intensificación de los conflictos geopolíticos. Opinó que este entorno implica que será necesario continuar incrementando la tasa de referencia, y que se debe llevar a un nivel más restrictivo durante todo el horizonte en que opera la política monetaria. Añadió que esto contribuiría a mitigar el deterioro del proceso de formación de precios y frenar los aumentos de las expectativas inflacionarias, permitiendo la convergencia de la inflación a la meta. Detalló que, si bien parecería observarse el inicio del proceso de desanclaje, los ajustes en el margen de las expectativas de largo

plazo podrían indicar una cierta contención de las presiones. Señaló que es conveniente mantener el ritmo de apretamiento que se ha implementado, ya que desde el inicio del ciclo de alzas, considerando un aumento de 75 puntos base en la actual decisión, se estarían acumulando 525 puntos base de aumentos y finalmente se estaría logrando llevar la tasa real ex-ante a terreno restrictivo. Agregó que un aumento de 75 puntos base sería consistente con la trayectoria prevista de la inflación y permitiría lograr su convergencia a la meta del 3% en el horizonte de pronóstico. Sin embargo, enfatizó que las condiciones globales más adversas, en un entorno de mayor incertidumbre, podrían llevar a la Junta de Gobierno a considerar un cambio en el ritmo de ajuste. Advirtió que no se puede descartar ningún escenario, por lo que se debe comunicar claramente que: i) la tasa de referencia seguirá aumentando; ii) la magnitud de los aumentos dependerá de las condiciones en cada decisión; y iii) será necesario que la postura monetaria se mantenga en terreno restrictivo durante todo el horizonte de pronóstico, garantizando la convergencia de la inflación a la meta.

Un miembro consideró que es necesario ajustar la postura monetaria ante los niveles de inflación y para evitar efectos de segundo orden. Subrayó que es indispensable continuar adoptando una postura monetaria restrictiva. Comentó que con un incremento de 75 puntos base, la tasa objetivo se ubicaría sólidamente en terreno restrictivo y que es momento de evaluar hasta cuándo y en qué magnitud se apretará la postura, y cómo se responderá a los incrementos adicionales de la Reserva Federal. Sostuvo que el punto terminal del ciclo tendría que determinarse en función de la tasa real ex-ante y no de la nominal. Detalló que el nivel máximo de la tasa real ex-ante en los últimos años fue de 4.4%, alcanzada en 2018. Por ello estimó que un posible nivel terminal de dicha tasa en este ciclo podría ubicarse entre 4.5 y 5%. Agregó que dicho nivel tendría un efecto restrictivo importante sobre la actividad económica e impactaría las expectativas de los agentes. Precisó que dado los niveles de las expectativas de inflación, dicho nivel de la tasa real se alcanzaría con una tasa nominal de entre 9.75 y 10%, por lo que una tasa mayor sería innecesariamente restrictiva. Advirtió que ello implicaría niveles excesivamente altos de la tasa real en el corto plazo y podría implicar que estos fueran aún mayores en el futuro en la medida que la postura monetaria incida sobre las expectativas de inflación. Consideró deseable que el ciclo

alcista de alzas termine a finales de 2022 y que se mantenga la postura restrictiva durante 2023 para permitir que la política monetaria opere. Señaló que es imperativo considerar el rezago con el que esta funciona y evitar un apretamiento excesivo. Indicó que la postura restrictiva apenas habría comenzado a incidir sobre crédito, consumo e inversión y apuntó que el efecto de esta postura aunado a la caída de precios internacionales de materias primas permite anticipar que las presiones inflacionarias comenzarán a disminuir. Alertó que si se desea cerrar 2022 con una tasa real ex-ante cercana a 5% se tendría que disminuir el ritmo de ajustes, independientemente de lo que haga la Reserva Federal. Expresó que desligarse de esta podría ser factible a partir de la próxima decisión ya que: i) Banxico inició antes su ciclo alcista y, considerando el aumento propuesto, acumularía 525 puntos base de incrementos; ii) se anticipan incrementos de 150 puntos base de la tasa de fondos federales y Banco de México requiere un ajuste menor; iii) la tasa real ex-ante en México se encuentra en terreno restrictivo, a diferencia de Estados Unidos; iv) México no enfrenta presiones por el lado de la demanda o en el mercado laboral; v) el diferencial de tasas respecto a Estados Unidos se encuentra cercano a sus niveles máximos históricos y muy por encima del diferencial calculado con las tasas neutrales estimadas para ambos países; y vi) México mantiene fundamentos macroeconómicos sólidos.

Otro miembro destacó la importancia de alcanzar una postura monetaria restrictiva, consistente con la complejidad del panorama inflacionario. Indicó que aún no hay condiciones para disminuir el ritmo de incrementos de la tasa y que incluso podría debatirse si hay que acelerarlo. Apuntó que, si bien un incremento de 100 puntos base mandaría una señal contundente y contribuiría a contener el deterioro de las expectativas, no es recomendable: i) resultaría en un aumento innecesario de la postura relativa; ii) un incremento mayor al anticipado por el consenso de analistas y operadores generaría incertidumbre sobre futuros ajustes; iii) se incurriría en el riesgo de alcanzar una tasa terminal muy alta, ante un ritmo difícil de mantener que requeriría una desaceleración posterior, para lo cual no habría condiciones en los próximos meses; y iv) sería difícil justificar una estrategia de *front-loading* consistente en adelantar las alzas ante la incertidumbre sobre el nivel terminal de la tasa de interés. Comentó que si bien una postura monetaria absoluta significativamente restrictiva

no eliminaría el brote inflacionario, contribuiría a evitar efectos de segundo orden y el riesgo de un desanclaje de las expectativas. Agregó que un incremento de 75 puntos base apenas es suficiente para adentrar más la tasa real ex-ante en terreno restrictivo, por lo que los temores sobre alcanzar una postura monetaria excesivamente restrictiva, nociva para el crecimiento de la actividad económica, pueden descartarse. Enfatizó que las condiciones cíclicas pasan a segundo término hasta que se logre controlar la inflación. Sostuvo que con el ajuste mencionado, la tasa real ex-ante se ubicaría en los niveles máximos alcanzados en los ciclos restrictivos de 2008 y 2019. Añadió que ante un panorama inflacionario más complejo, la tasa real terminal debería ser más elevada, incluso mayor a la anticipada por el mercado, de un nivel alrededor de 6% como anticipan sus propios modelos. Por otra parte, argumentó que no es posible implementar un aumento menor al de la Reserva Federal, no porque se siga una regla automática sino porque: i) la sincronización de las presiones inflacionarias entre ambas economías demanda un apretamiento similar; ii) es necesaria una postura relativa sólida ante la expectativa de incrementos adicionales por parte de dicha Institución; iii) un desligamiento prematuro podría generar volatilidad del tipo de cambio e interpretarse como una señal de complacencia; y iv) se debe mantener por lo menos hasta fin de año un diferencial de tasas de mínimo 600 puntos base para contribuir al buen desempeño del peso ante la apreciación del dólar y la mayor volatilidad. Consideró que se debe comunicar que es muy probable que en la siguiente decisión se continuaría con el mismo ritmo de ajuste y añadió que aumentos mayores no deben ser descartados si se deteriora aún más el panorama inflacionario. Señaló que se debe enfatizar que la magnitud de los incrementos dependerá de los datos, especialmente de la inflación observada y sus expectativas, así como indicadores prospectivos de la inflación, como los precios al productor y las referencias internacionales de las materias primas. Recalcó que para evitar mayores costos en el futuro, se debe reforzar el compromiso con el mandato prioritario hasta que la tendencia de la inflación haya pasado su punto de inflexión, las expectativas inflacionarias se estabilicen y se deje de aumentar el pronóstico de inflación.

Un miembro comentó que en congruencia con el régimen de política monetaria, la postura debe ajustarse de tal forma que el pronóstico central de la inflación refleje un balance de riesgos más

neutral y simétrico. Externó que durante este ciclo alcista el Banco de México ha actuado de manera comprometida, con incrementos de la tasa de referencia oportunos y graduales, así como robustos y contundentes cuando las condiciones así lo han requerido. Sostuvo que ya se ha alcanzado una postura monetaria restrictiva. Añadió que, si bien las expectativas de inflación de mediano y largo plazos se han comenzado a estabilizar, se mantienen aún en niveles elevados y que a su interior presentan una distribución bimodal entre 3.5 y 4%, lo que representa un importante reto para la política monetaria. Consideró necesario que se busque mantener dichas expectativas ancladas. Apuntó que con el incremento en la magnitud de los ajustes de la tasa de política monetaria se logró que la tasa real ex-ante se situara por encima del rango estimado como neutral. Indicó que con un aumento de 75 puntos base se fortalecería la postura monetaria absoluta y se aseguraría que el nivel de la tasa de interés nominal se ubique por encima del nivel de la inflación observada, lo que es una condición necesaria para que se logre la convergencia de esta hacia la meta. Recalcó que la tasa nominal también se encontraría por encima de los niveles de inflación esperados durante todo el horizonte de pronóstico, lo cual es congruente con una trayectoria descendente de la inflación. Respecto a la postura monetaria relativa, comentó que las expectativas de inflación en Estados Unidos han disminuido más rápido que en México por lo que el diferencial de la tasa real ex-ante entre ambos países se ha estrechado. Destacó que el mayor apretamiento monetario en Estados Unidos y el aumento de las tensiones geopolíticas condujeron a un incremento de la aversión al riesgo y a mayor volatilidad. Argumentó que con el aumento propuesto de la tasa de interés, se proporcionaría certeza de que los mercados y el sistema financieros se ajustarán de forma ordenada y se evitarán afectaciones en el proceso de formación de precios de la economía. Sostuvo que hacia delante se debe calibrar en cada decisión y de manera cuidadosa cuál es la postura monetaria adecuada para garantizar la estabilidad de precios y asegurar la convergencia de la inflación hacia la meta. Resaltó que en la determinación de dicha postura se debe tomar en cuenta toda la información disponible.

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 la

evolución de las expectativas de mediano y largo plazos y el proceso de 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 acumuladas de la pandemia y del conflicto geopolítico, 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 75 puntos base el objetivo para la Tasa de Interés Interbancaria a un día a un nivel de 9.25%. 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. La Junta de Gobierno valorará la magnitud de los ajustes al alza en la tasa de referencia de sus próximas reuniones de acuerdo con las circunstancias prevalecientes.

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 9.25%.

5. OPINIONES/VOTOS DISIDENTES

Opinión. Irene Espinosa Cantellano

La razón fundamental de mi opinión disidente al comunicado se basa en el hecho de que, ante el deterioro en el panorama inflacionario y financiero, la corrección significativa en nuestros pronósticos de inflación y un balance de riesgos significativamente sesgado al alza, considero apropiado que proporcionemos una guía explícita que oriente de manera más asertiva las expectativas sobre la trayectoria de la tasa de referencia en el horizonte en el que opera la política monetaria. Como lo he expresado en ocasiones anteriores, la comunicación es un elemento fundamental de la política monetaria. En línea con esta premisa, considero que, además de indicar que la tasa de referencia seguirá aumentando, y que la magnitud de los incrementos será evaluada por la Junta de Gobierno acorde con las condiciones prevalecientes al momento de cada decisión, en esta ocasión el comunicado debería expresar de manera explícita y transparente que para converger a la meta del 3% será necesario mantener una postura en terreno restrictivo durante todo el horizonte de pronóstico. Si bien persiste una elevada incertidumbre, la guía sobre la postura monetaria futura resulta indispensable para contribuir a la formación de expectativas congruentes con la convergencia de la inflación a la meta.

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

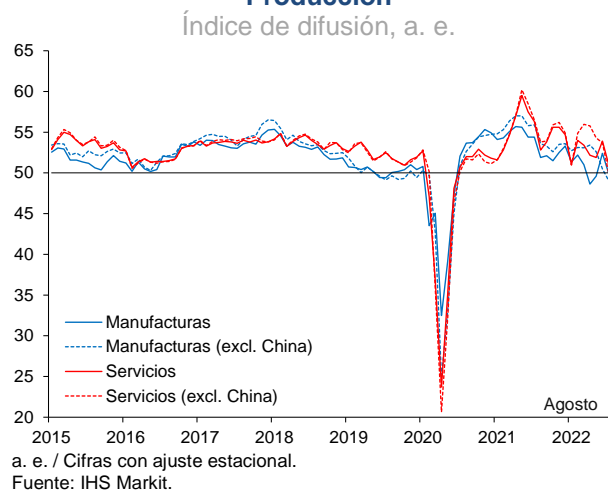
A.1.1. Actividad económica mundial

Indicadores oportunos sugieren que la actividad económica mundial ha continuado desacelerándose en el tercer trimestre de 2022 ante las afectaciones económicas derivadas de la invasión de Rusia a Ucrania, una recuperación menor a la anticipada de la actividad económica en China, y el apretamiento de las condiciones financieras globales debido a un retiro más acelerado del estímulo monetario. Este debilitamiento se ha presentado en distintas regiones y sectores (Gráfica 1).

La inflación global siguió aumentando en un entorno donde persisten desbalances entre demanda y oferta en diversos mercados y precios aún elevados de alimentos y energéticos, si bien los precios de algunas materias primas han mostrado moderaciones en sus lecturas recientes. En este contexto, un amplio número de bancos centrales continuó incrementando sus tasas de referencia, algunos en mayor magnitud a lo previsto y se continuaron generando expectativas de un apretamiento monetario a un ritmo acelerado a nivel global y de tasas de referencia en niveles elevados por un tiempo prolongado. Las condiciones financieras a nivel global se mantuvieron apretadas y el dólar continuó fortaleciéndose.

Entre los riesgos globales destacan los asociados a la pandemia, la prolongación de las presiones inflacionarias, la intensificación de las tensiones geopolíticas y mayores ajustes a las condiciones económicas, monetarias y financieras.

Gráfica 1
Global: Índice de Gerentes de Compras: Producción

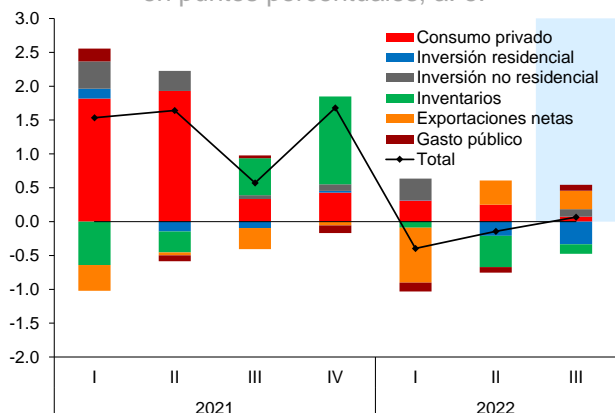


En Estados Unidos, los indicadores disponibles sugieren un crecimiento moderado del PIB para el tercer trimestre del año (Gráfica 2), luego de contraerse en los dos trimestres previos. Si bien la actividad económica en el tercer trimestre ha estado apoyada por las exportaciones netas, algunos indicadores oportunos se han debilitado respecto a lo registrado hace algunos meses, especialmente los referentes al sector inmobiliario. Por su parte, si bien se prevé que la contribución del consumo privado siga siendo positiva, este ha perdido dinamismo ante los menores ingresos reales de las familias y el apretamiento de las condiciones financieras.

La producción industrial siguió expandiéndose a un ritmo moderado a inicios del tercer trimestre, al crecer 0.2% en promedio mensual ajustado por estacionalidad registrado en julio y agosto. Dicho crecimiento estuvo impulsado por la continua expansión de la producción manufacturera, apoyada por rubros de bienes de consumo duradero y equipo, si bien esta exhibió una desaceleración en el margen. Por su parte, la producción minera se vio impulsada por el repunte en las actividades de perforación y extracción de petróleo y gas durante julio, para luego estancarse en agosto, en tanto que la generación de gas para consumo doméstico y electricidad disminuyó en ambos meses. El índice de gerentes de compras (*PMI*) del sector manufacturero apunta a un crecimiento moderado durante el tercer trimestre, limitado por una menor demanda y la persistencia de las disrupciones en las cadenas de suministro.

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 se refiere a los pronósticos de GDPNow de septiembre de 2022.

Fuente: BEA y GDPNow de la Reserva Federal de Atlanta.

El mercado laboral en Estados Unidos siguió exhibiendo señales de apretamiento. La nómina no agrícola continuó mostrando un ritmo de creación de empleos robusto, al aumentar en 315 mil nuevas plazas durante agosto, después de crecer en 526 mil plazas en julio. Por su parte, la tasa de desempleo se ubicó en su nivel más bajo en más de 50 años con una lectura de 3.5% en julio, para luego aumentar a 3.7% en agosto, reflejando en gran medida un incremento en la participación laboral. Por otra parte, diversos indicadores reflejan que el crecimiento de los salarios sigue siendo elevado, apoyando las señales que apuntan a un mercado laboral apretado.

En la zona del euro, los indicadores disponibles sugieren que la actividad económica en el tercer trimestre se moderó, luego de expandirse a una tasa trimestral ajustada por estacionalidad de 0.8% el trimestre previo.¹ Ello refleja que, a pesar de una mayor actividad turística, el consumo y la producción se han visto afectados por un lado, por el conflicto bélico en Ucrania, particularmente a través de su impacto en el suministro de gas, en la inflación, y en la confianza del consumidor y de los negocios, y, por otro lado, por el retiro del estímulo monetario en la región. La tasa de desempleo disminuyó de 6.7% en junio a 6.6% en julio. Los *PMI* apuntan a una contracción de las manufacturas y servicios ante las

¹ Expresado como tasa trimestral anualizada ajustada por estacionalidad, la variación del PIB de la zona del euro fue de 3.1% en el segundo trimestre.

² Expresado como tasa trimestral anualizada y ajustada por estacionalidad, la variación del PIB de Reino Unido fue de -0.3% en el segundo trimestre de 2022.

disrupciones derivadas de la guerra en Ucrania, y el deterioro de la demanda ante la alta inflación.

En el Reino Unido, los indicadores oportunos apuntan a que la actividad económica, luego de contraerse en el segundo trimestre 0.1% a tasa trimestral ajustada por estacionalidad, acentuaría su debilidad en el tercer trimestre.² Lo anterior derivado, en gran parte, del impacto de los elevados costos de los energéticos en el ingreso real de los hogares y en la inflación. En este contexto, el nuevo gobierno de ese país anunció un paquete de medidas, que incluye, entre otras, un apoyo fiscal destinado a reducir los impuestos y el gasto en energéticos de los hogares y las empresas con el fin de impulsar el crecimiento económico y contener la inflación. El paquete implica los mayores recortes de impuestos desde 1972, por lo que el anuncio provocó la expectativa de un deterioro de las cuentas fiscales y de la balanza de pagos, lo que derivó en episodios de aversión al riesgo.

En Japón, la información disponible sugiere que la actividad económica, luego de registrar un crecimiento trimestral ajustado por estacionalidad de 0.9% en el segundo trimestre de 2022, moderaría su ritmo de crecimiento en el tercero.³ Esta desaceleración estaría asociada al persistente impacto negativo de la pandemia en el consumo privado, principalmente en servicios y bienes duraderos, y al menor crecimiento de algunos de sus principales socios comerciales. En este entorno, la tasa de desempleo se mantuvo por tercer mes consecutivo en 2.6% en julio. Los índices de gerentes de compras sugieren una moderación de la actividad manufacturera y de los servicios por los factores antes mencionados.

En las principales economías emergentes, los indicadores disponibles sugieren un comportamiento heterogéneo entre países y regiones durante el tercer trimestre de 2022. En Asia Emergente, se espera un repunte en la actividad económica, luego de la contracción observada durante el trimestre previo. En China, si bien la actividad económica mostró una recuperación tras el levantamiento de las restricciones impuestas para contener los contagios de COVID-19, las perspectivas de crecimiento para el tercer trimestre

³ Expresado como tasa trimestral anualizada y ajustada por estacionalidad, la variación del PIB de Japón fue de 3.5% en el segundo trimestre de 2022.

se han revisado a la baja ante el deterioro del sector inmobiliario y los efectos de nuevas restricciones para contener el COVID-19. En Europa Emergente, los indicadores disponibles sugieren un menor ritmo de crecimiento en la mayoría de las economías en el tercer trimestre, destacando la previsión de que la economía de Rusia se contraiga nuevamente. En América Latina se espera un comportamiento heterogéneo entre las principales economías. En Chile, se prevé una fuerte contracción en el tercer trimestre, a medida que el consumo y la inversión se han visto afectados por la volatilidad en los precios del cobre, al tiempo que se espera que otras economías como México y Brasil continúen con una recuperación gradual.

Los precios internacionales de las materias primas registraron, en su mayoría, una tendencia a la baja con episodios de volatilidad desde la última decisión de política monetaria en México. Las cotizaciones del petróleo disminuyeron durante la mayor parte del periodo por las preocupaciones de una desaceleración en la actividad económica mundial y la consecuente menor demanda por energéticos, y la fuerte apreciación del dólar. Si bien a finales de agosto e inicios de septiembre los precios mostraron ciertos incrementos debido, en parte, a la decisión de la Organización de Países Exportadores de Petróleo y otros productores (OPEP+) de recortar sus objetivos de producción para octubre, los precios reanudaron posteriormente su tendencia a la baja, ubicándose temporalmente incluso por debajo de los 80 dólares por barril, en un entorno en el que persiste el riesgo de una desaceleración económica. Por su parte, los precios de referencia del gas natural en Europa aumentaron significativamente a finales de agosto a causa de la interrupción del suministro de gas ruso a la región a través del gasoducto Nord Stream 1, aunque disminuyeron posteriormente a medida que la región incrementó sus niveles de inventarios y anunció un plan para reducir la demanda por energéticos. En el mercado estadounidense, los precios del gas natural aumentaron durante gran parte de agosto, impulsados por la mayor demanda ante las altas temperaturas, para luego disminuir a inicios de septiembre ante un marcado incremento en la producción y las previsiones de un menor consumo. Las cotizaciones de la mayoría de los metales industriales mostraron una tendencia al alza durante agosto ante la perspectiva de una menor producción y el riesgo de afectaciones que pudieran sufrir

algunos productores de metales industriales en Europa ante la falta de energéticos en la región. No obstante, recientemente, se vieron nuevamente presionados a la baja a causa de una menor demanda de China y las preocupaciones en torno a un menor crecimiento de la actividad económica mundial. Por su parte, los precios de la mayoría de los granos han aumentado, principalmente en las últimas semanas, ante el posible restablecimiento de bloqueos a las exportaciones de granos procedentes de Ucrania, las afectaciones a las cosechas europeas ante las temperaturas inusualmente altas en la región y las preocupaciones de un menor suministro de granos a nivel global.

A.1.2. Política monetaria y mercados financieros internacionales

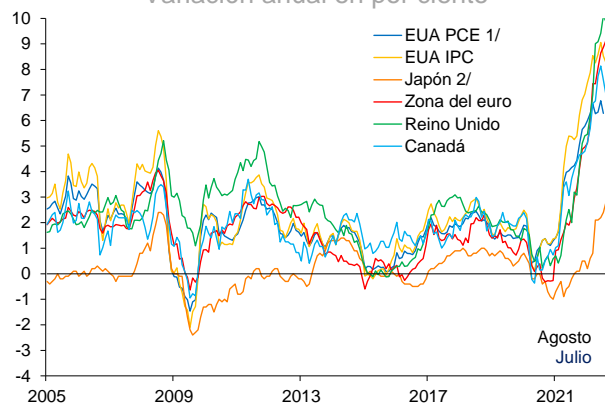
La inflación global continuó aumentando y siguió ubicándose en niveles máximos en décadas para varias de las principales economías. Lo anterior ha seguido reflejando el aumento en los precios de un mayor número de rubros, en un entorno donde persisten desbalances entre la recuperación de la demanda y de la oferta en diversos mercados. También siguieron contribuyendo los precios aún elevados de los alimentos y los energéticos, aunque se ha observado cierta moderación de las presiones sobre los precios de algunos energéticos y materias primas, así como de las disrupciones en las cadenas globales de suministro.

En un gran número de las principales economías avanzadas, la inflación general siguió aumentando, manteniéndose significativamente por encima de los objetivos de sus bancos centrales por un periodo prolongado (Gráfica 3). Aunque en algunos casos los menores precios de los energéticos han reducido las presiones sobre la inflación general, esta se mantiene en niveles altos, mientras que la inflación subyacente ha seguido aumentando. En particular, si bien la inflación medida por el índice de precios al consumidor en Estados Unidos siguió disminuyendo de manera moderada, aún se mantiene elevada, al pasar de una tasa anual de 8.5% en julio a una de 8.3% en agosto, como reflejo principalmente de una reducción de la inflación de la energía, la cual fue parcialmente contrarrestada por un incremento en alimentos. A su vez, la inflación anual del componente subyacente en ese país, después de haber permanecido sin cambio en el mes previo, repuntó en agosto al pasar de 5.9 a 6.3%. Las expectativas de inflación de corto plazo para las principales economías avanzadas provenientes de analistas se mantuvieron en niveles altos, si bien

aquellas a mayor plazo derivadas de encuestas han registrado disminuciones moderadas en algunos casos. Por su parte, aquellas de mayor plazo derivadas de instrumentos financieros reflejaron aumentos moderados en algunas de estas economías.

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.

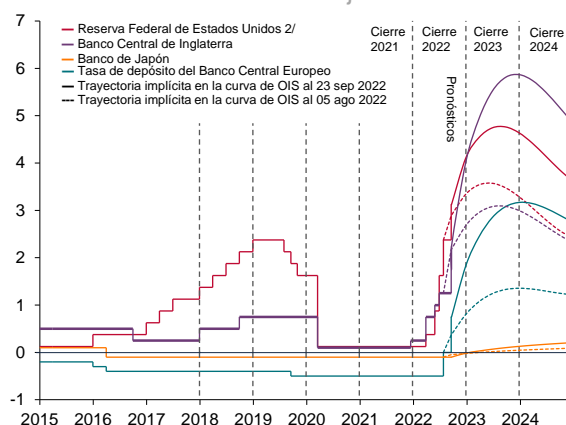
Fuente: Bureau of Economic Analysis, Bureau of Labor Statistics, Eurostat, Banco de Japón, Oficina Nacional de Estadística del Reino Unido e Instituto de Estadística de Canadá.

En un gran número de las principales economías emergentes la inflación general siguió aumentando y ubicándose notoriamente por encima del objetivo de sus bancos centrales, aunque en varias economías disminuyó en sus lecturas más recientes. El alza en la inflación general en algunos países ha seguido impulsada, en general, por los aún elevados precios de los energéticos y de los alimentos, así como por una mayor inflación subyacente ante presiones en los precios de otros bienes y servicios. Si bien en algunos casos las presiones sobre la inflación general se han reducido ante la moderación en los precios de algunas materias primas, esta se mantiene en niveles altos.

En este contexto de elevada inflación y de apretamiento en los mercados laborales de algunas de las principales economías avanzadas, los bancos centrales de la mayoría de estas economías han continuado incrementando sus tasas de referencia, algunos en mayor magnitud a lo previsto. Sobresalieron el aumento mayor a lo anticipado de 100 puntos base en el caso de Suecia y las alzas de 75 puntos base por parte de la Reserva Federal, del Banco Central Europeo, del Banco de Canadá y del

Banco Central de Suiza, poniendo fin este último a tasas de interés negativas. Respecto de sus programas de compras de activos, la mayoría continuó con la reducción gradual de sus tenencias de valores, destacando que el Banco de Inglaterra anunció que comenzaría la venta de bonos del gobierno de Reino Unido de su Facilidad de Compra de Activos (APF) poco después de su reunión de septiembre, aunque la fecha de inicio de dichas ventas se retrasó un mes tras las interrupciones en el mercado de renta fija causadas por la publicación del paquete de estímulo fiscal del nuevo gobierno. Hacia delante, las expectativas extraídas de instrumentos financieros prevén en la mayoría de las principales economías avanzadas un nivel de las tasas de interés para los cierres de 2022 y de 2023 mayor al que se esperaba anteriormente, destacando particularmente la revisión al alza para el caso de Reino Unido (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 (3.00% - 3.25%).

Fuente: Banco de México con datos de Bloomberg.

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

- i) En su reunión de septiembre, la Reserva Federal aumentó por tercera vez consecutiva en 75 puntos base el rango objetivo para la tasa de fondos federales, ubicándolo entre 3.00 y 3.25%. Reiteró que anticipa que aumentos sucesivos en el rango objetivo serán apropiados, que el Comité Federal de Mercado Abierto (FOMC) está fuertemente comprometido a regresar la inflación a su objetivo de 2% y que, para evaluar la postura

de política monetaria, el Comité continuará monitoreando las implicaciones de los nuevos datos para las perspectivas económicas. Además, el presidente de dicha institución repitió que, a medida que la postura monetaria se endurezca, probablemente será apropiado reducir el ritmo de los aumentos y que continuarán tomando decisiones reunión por reunión, es decir, sin proporcionar una guía específica. Señaló que el Comité está comprometido a llegar a una postura significativamente restrictiva y permanecer ahí hasta que tengan la confianza de que la inflación está disminuyendo. En relación al balance de la Reserva Federal, el Comité reiteró 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. El presidente de dicha institución mencionó que la posible venta de activos respaldados por hipotecas no es algo que estén considerando en este momento y no es algo que espera considerar en el futuro cercano. Respecto a la actualización de sus proyecciones económicas, las medianas de las expectativas de inflación general del Comité se revisaron al alza para 2022 de 5.2% en junio a 5.4% en septiembre, para 2023 de 2.6 a 2.8% y para 2024 de 2.2 a 2.3%. Para la inflación subyacente, las medianas se revisaron al alza de 4.3 a 4.5% para 2022 y de 2.7 a 3.1% para 2023, mientras que para 2024 se mantuvieron sin cambio en 2.3%. Las medianas de las expectativas de crecimiento se revisaron significativamente a la baja en 2022 ubicándose en 0.2%, en 1.2% para 2023 y en 1.7% en 2024, mientras que las de desempleo se revisaron al alza para todos los años, pasando de un nivel previsto de 3.8% en 2022 a 4.4% en 2023 y 2024. En cuanto a las expectativas de la tasa de interés de referencia, las medianas aumentaron de junio a septiembre de una previsión de 3.4 a 4.4% para 2022, de 3.8 a 4.6% para 2023 y de 3.4 a 3.9% para 2024, mientras que las de largo plazo no tuvieron cambios. En este contexto, la trayectoria esperada para la tasa de fondos federales implícita en instrumentos financieros muestra un ajuste al alza durante el periodo que se reporta, reflejando, con base en la última información disponible, un nivel de la tasa de interés de referencia para el cierre de 2022 de alrededor de 3.9%, menor al esperado según la mediana de las expectativas de septiembre del Comité de 4.4%. Para el cierre de 2023, la tasa implícita se

- ubica alrededor de 4.4%, por debajo de la mediana de las expectativas del Comité de 4.6%.
- ii) En su reunión de septiembre, el Banco Central Europeo aumentó sus tasas de refinanciamiento, de préstamos y de depósitos en 75 puntos base, ubicándolas en 1.25, 1.50 y 0.75%, respectivamente. Reiteró que el Consejo de Gobierno espera incrementar aún más las tasas de interés en sus próximas reuniones. Además, señaló que evaluará periódicamente la trayectoria de su política y que las decisiones futuras sobre las tasas de política continuarán dependiendo de los datos y siguiendo un enfoque en el que las decisiones se adoptarán reunión por reunión, es decir, sin seguir una trayectoria predeterminada. Respecto del Programa de Compra de Activos (*APP*), reafirmó los planes del Consejo de Gobierno sobre la reinversión de los pagos del principal de los valores que alcancen su vencimiento. De igual forma, en el caso de su Programa de Compras de Emergencia por la Pandemia (*PEPP*) ratificó sus planes de reinversión de los pagos de principal de los valores que alcancen su vencimiento, así como su intención de seguir reinvertiendo con flexibilidad para contrarrestar los riesgos para el mecanismo de transmisión relacionados con la pandemia. El Consejo mencionó que el Instrumento para la Protección de la Transmisión (*TPI*) se encuentra disponible para contrarrestar dinámicas de mercado injustificadas o desordenadas que constituyan una amenaza seria para la transmisión de la política monetaria a todos los países de la zona del euro.
 - iii) En su reunión de septiembre, 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 y reafirmó que espera que las tasas de interés se mantengan en sus niveles actuales o incluso menores. El Banco reiteró los lineamientos para su estrategia de control de la curva de rendimiento, así como para la compra de otros activos distintos a los bonos gubernamentales. Añadió que eliminará gradualmente las Operaciones Especiales de Suministro de Fondos para Facilitar el Financiamiento en Respuesta al Nuevo Coronavirus hacia finales de 2022 o marzo de 2023, dependiendo del tipo de préstamo. No obstante, anunció que, con el fin de apoyar el financiamiento, principalmente de pequeñas y medianas empresas, y con el objetivo de satisfacer una gama más amplia de necesidades, el Banco no establecerá un límite máximo a la provisión de fondos bajo el marco de las

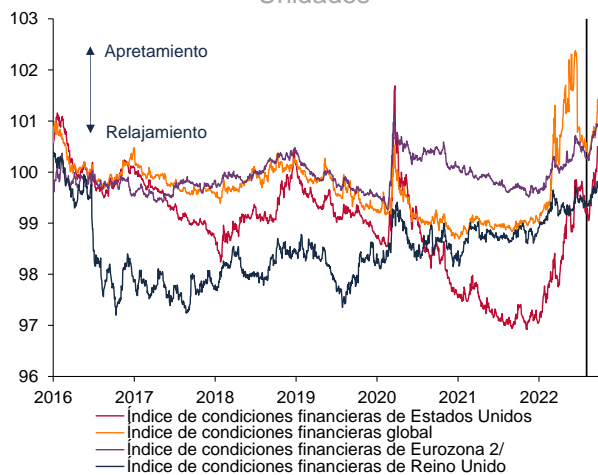
Operaciones de Provisión de Fondos frente a Garantías Agrupadas, para las que se aceptan diversos tipos de garantías.

En las principales economías emergentes la mayoría de los bancos centrales continuó incrementando sus tasas de interés de referencia, en algunos casos, como los de Hungría y Chile, con alzas significativas, iguales o mayores a 100 puntos base. Por su parte, el banco central de Brasil, si bien mantuvo sin cambio su tasa de interés en septiembre, señaló que no dudará en reanudar el ciclo de apretamiento si el proceso desinflacionario no procede conforme a lo esperado. Por otra parte, los bancos centrales de Turquía, China y Rusia disminuyeron sus tasas de interés, destacando los dos recortes de 100 puntos base en Turquía.

En el entorno antes descrito, los mercados financieros internacionales registraron un aumento en la aversión al riesgo desde la última decisión de política monetaria en México, particularmente en fechas recientes, así como condiciones financieras más restrictivas ante un incremento significativo de las tasas de interés y el fortalecimiento del dólar (Gráfica 5). En este sentido, los mercados accionarios de la mayoría de las principales economías avanzadas y emergentes exhibieron caídas. En los mercados cambiarios, el dólar estadounidense continuó mostrando fortaleza, alcanzando su nivel más alto en más de 20 años. Cabe señalar que algunas divisas de las principales economías avanzadas presentaron sus niveles más bajos en décadas y que, en este contexto, el Banco de Japón realizó la primera intervención desde 1998 en el mercado cambiario para apuntalar el yen. Además, la mayoría de las divisas de las economías emergentes exhibieron depreciaciones frente al dólar. Las tasas de interés de bonos gubernamentales tanto de corto como de largo plazo de la mayoría de las principales economías avanzadas aumentaron en un contexto en el que persisten los niveles elevados de inflación y el retiro acelerado del estímulo monetario (Gráfica 6). Cabe señalar que en el Reino Unido los rendimientos de los bonos gubernamentales a 10 años alcanzaron su máximo nivel desde 2008 y la libra se depreció fuertemente ante la volatilidad en los mercados resultante del anuncio del gobierno de un paquete de medidas para promover el crecimiento y contener la inflación que derivó en preocupaciones sobre el aumento que ocurriría en la deuda pública en ese país. Ante los riesgos para la estabilidad del sistema

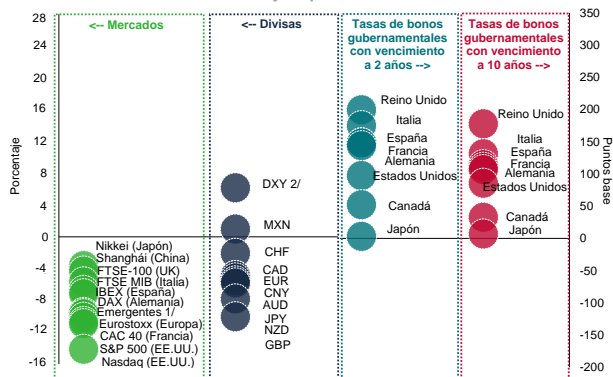
financiero, el Banco de Inglaterra anunció que realizará compras temporales de bonos gubernamentales de largo plazo. En las economías emergentes, las tasas de interés presentaron, en su mayoría, incrementos (Gráfica 7). En este contexto, desde la última decisión de política monetaria en México, se registraron en general salidas de flujos de capital de economías emergentes, tanto de los mercados de renta fija como de los de renta variable.

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



Fuente: Banco de México con datos de Bloomberg y Goldman Sachs. 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. 2/En el caso de la Eurozona, también se considera el diferencial entre los bonos soberanos de Francia, Italia, España, Países Bajos, Bélgica, Austria, Portugal y Finlandia sobre el bono alemán con vencimiento a 10 años. La línea negra vertical indica la última reunión calendarizada del Comité de Política Monetaria de Banco de México.

Gráfica 6
Variación de Indicadores Financieros
Seleccionados del 5 de agosto de 2022 al 23 de
septiembre de 2022
 Porcentaje; puntos base



Fuente: Bloomberg y ICE. 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%.

Gráfica 7
Desempeño de activos de países emergentes
seleccionados a partir del 8 de agosto de 2022
 Porcentaje, puntos base

Región	País	Divisas	Bolsas	Tasas de interés 2A	Tasas de interés 10A	CDS
América Latina	México	-0.40%	-4.14%	115	105	41
	Brasil	-2.92%	3.06%	-103	-19	20
	Chile	-8.38%	-1.01%	16	-2	18
	Colombia	-3.04%	-13.19%	72	36	61
	Perú	0.27%	-4.93%	9	43	35
Europa emergente	Rusia	5.95%	-6.85%	71	68	N.D.
	Polonia	-7.08%	-14.40%	29	135	17
	Turquía	-2.88%	16.05%	-602	-516	85
	Rep. Checa	-6.34%	-6.82%	-11	150	-5
Asia	Hungría	-9.15%	-12.84%	169	142	45
	China	-6.09%	-5.74%	-3	-5	27
	Malasia	-3.25%	-5.55%	22	45	42
	India	-2.48%	-2.90%	65	1	3
	Filipinas	-5.31%	-2.72%	58	43	38
	Tailandia	-5.91%	0.77%	12	69	17
Indonesia	-1.68%	0.57%	43	23	60	
África	Sudáfrica	-8.20%	-10.60%	43	66	71

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.

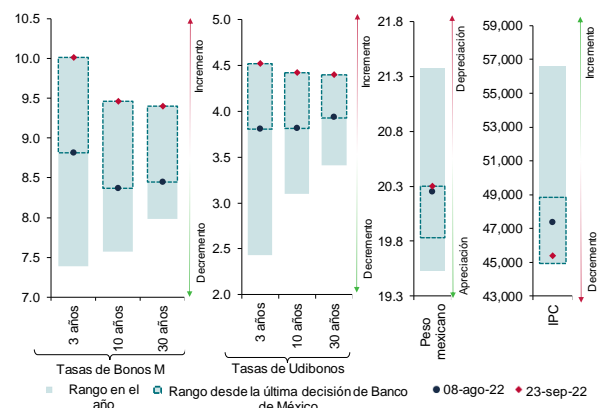
A.2. Evolución de la economía mexicana

A.2.1. Mercados en México

En el contexto internacional previamente descrito, en los mercados financieros nacionales la cotización del peso mexicano frente al dólar mantuvo un comportamiento estable desde la última decisión de política monetaria en México, mientras que las tasas

de interés presentaron movimientos al alza, en línea con los movimientos observados en las curvas de rendimiento a nivel global (Gráfica 8), provocados por un renovado sentimiento de aversión al riesgo ante un ajuste más acelerado en la trayectoria esperada de política monetaria de la Reserva Federal y las lecturas de inflación por encima de lo esperado a nivel global.

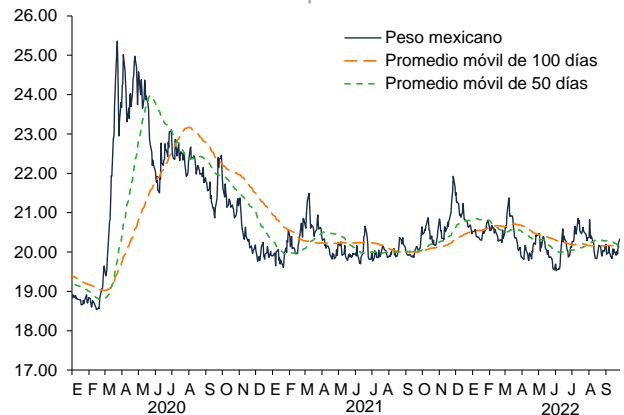
Gráfica 8
Desempeño y Condiciones de Operación de
Mercados Mexicanos
 Porcentaje, pesos por dólar e índice



Fuente: Elaboración de Banco de México

La moneda nacional, operó en un rango de 47 centavos, entre 19.83 y 20.30 pesos por dólar, terminando el periodo de referencia con una depreciación de 0.40% (Gráfica 9). Lo anterior, en un contexto en el que las condiciones de operación, tanto realizadas como prospectivas, se mantuvieron estables.

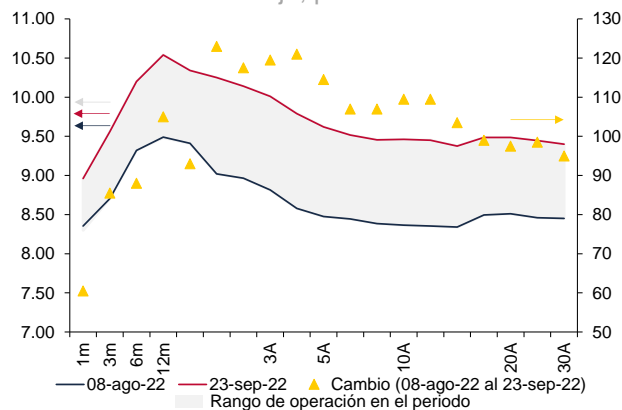
Gráfica 9
Tipo de Cambio del Peso Mexicano con
Promedios Móviles
 Pesos por dólar



Fuente: Elaboración de Banco de México

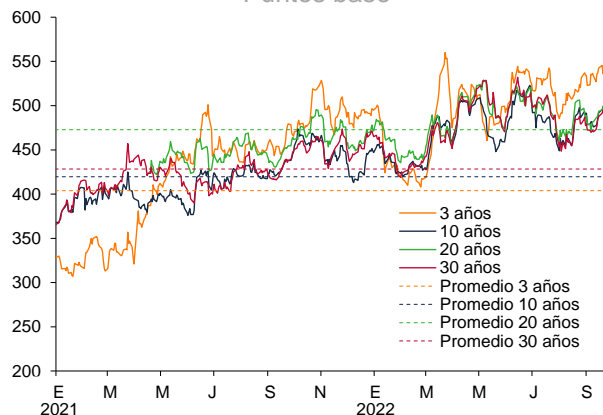
Las tasas de interés de los valores gubernamentales presentaron un desempeño negativo (Gráfica 10), observándose incrementos de hasta 123 puntos base en el sector de corto plazo de la curva de rendimientos, e incrementos de hasta 110 puntos base en los nodos de mediano y largo plazo. Asimismo, la curva de rendimientos de instrumentos a tasa real mostró incrementos de hasta 72 puntos base en el corto plazo y de entre 47 y 61 puntos base en el mediano y largo plazo. En este contexto, las primas de compensación por inflación y riesgo inflacionario implícitas en los diferenciales entre las tasas nominales y reales de instrumentos de mercado mostraron incrementos generalizados que promediaron 44 puntos base a lo largo de todos sus plazos (Gráfica 11). Estos movimientos ocurrieron en un entorno en el que las condiciones de operación presentaron un deterioro con respecto al periodo anterior.

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



Fuente: PIP

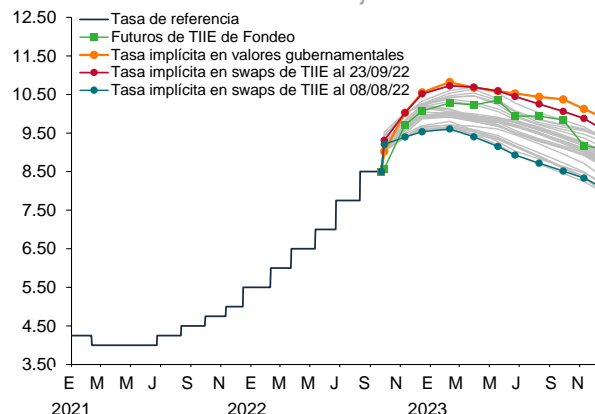
Gráfica 11
Compensación por Inflación y Riesgo Inflacionario Implícita en las Curvas de Tasas de Valores Gubernamentales
Puntos base



Fuente: PIP

En lo que concierne a las expectativas de la trayectoria de la tasa de referencia de política monetaria, la información implícita en la curva de swaps de tasas de interés incorpora un incremento de 81 puntos base para la decisión de septiembre, mientras que para el cierre de 2022 apunta a una tasa cercana a 10.52% (Gráfica 12). Por su parte, la mayoría de los analistas encuestados por Citibanamex anticipa que la tasa de interés de referencia incremente 75 puntos base, a 9.25% en la decisión de septiembre, mientras que para finales de 2022 anticipa una tasa de 10.00%.

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



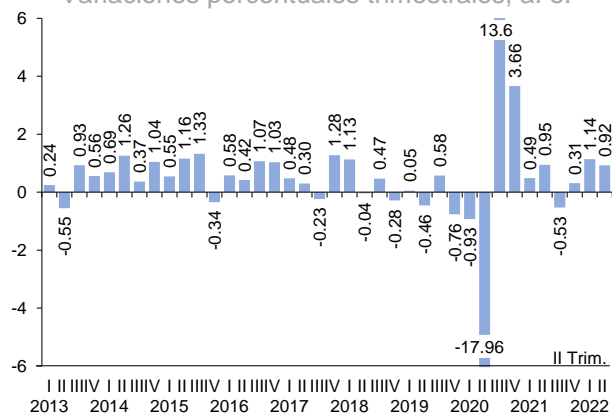
Fuente: Elaboración de Banco de México con datos Bloomberg.

A.2.2. Actividad económica en México

En el segundo trimestre la actividad económica en México continuó recuperándose (Gráfica 13). Se espera que en el tercer trimestre el ritmo de crecimiento de la actividad económica se desacelere respecto de lo observado en el primer semestre del año. Ello en un contexto en el que persiste elevada incertidumbre, incluyendo la relacionada con el comportamiento de la inflación y a la evolución futura de la pandemia.

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.

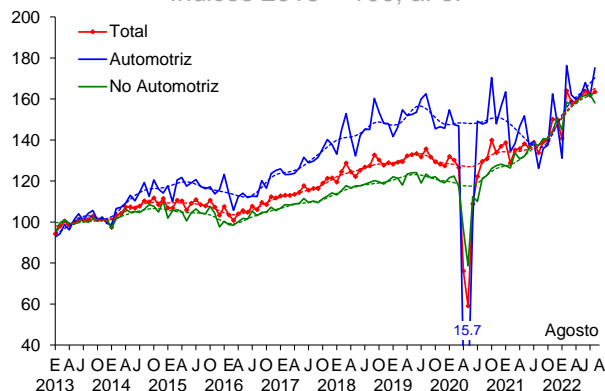
Con relación a la demanda externa, en agosto el valor de las exportaciones automotrices repuntó, en tanto que el del resto de las exportaciones manufactureras se contrajo en el margen (Gráfica 14).⁴ Por destino, las exportaciones manufactureras dirigidas tanto a Estados Unidos como al resto del mundo aumentaron.

Por el lado de la demanda interna, con base en su indicador mensual, el consumo privado se ha desacelerado. En particular, si bien en junio el consumo de bienes importados mantuvo su dinamismo, el consumo de bienes de origen nacional y el de servicios presentaron atonía. A su vez, en junio la inversión fija bruta revirtió parcialmente el retroceso exhibido el mes previo, manteniendo cierta recuperación. El componente de maquinaria y equipo revirtió la mayor parte de la caída observada en mayo, en tanto que, a pesar del avance mostrado en ese mes, el gasto de inversión en construcción siguió presentando debilidad.

⁴ 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.



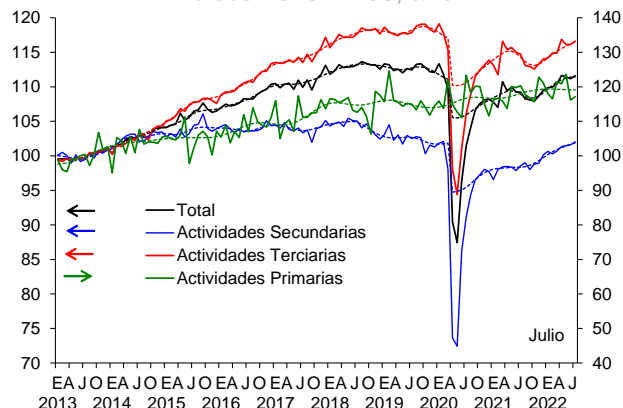
a. e. / Serie con ajuste estacional y serie de tendencia basadas en información en dólares nominales. La primera se representa con la línea sólida y la segunda con la punteada.

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 producción, en julio la actividad industrial siguió reactivándose (Gráfica 15), impulsada por las manufacturas, al tiempo que tanto la construcción como la minería siguieron presentando debilidad (Gráfica 16). Por su parte, las actividades terciarias se reactivaron, aunque mantuvieron heterogeneidad en el comportamiento de los sectores que las integran. En particular, registraron crecimientos los servicios de esparcimiento y otros servicios; las actividades de gobierno; el comercio; los servicios educativos y de salud y los servicios de alojamiento temporal y de preparación de alimentos y bebidas. En contraste, retrocedieron los servicios de transporte e información en medios masivos; los servicios financieros e inmobiliarios, y los servicios profesionales, corporativos y de apoyo a los negocios.

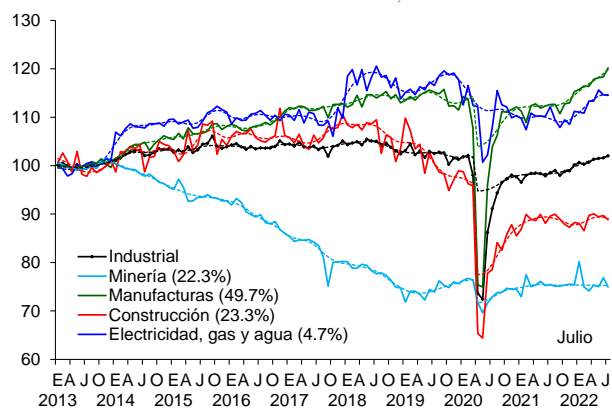
México, toda vez que este último representa el valor agregado, medido en pesos constantes.

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

Gráfica 16
Actividad Industrial 1/
 Índices 2013 = 100, a. e.

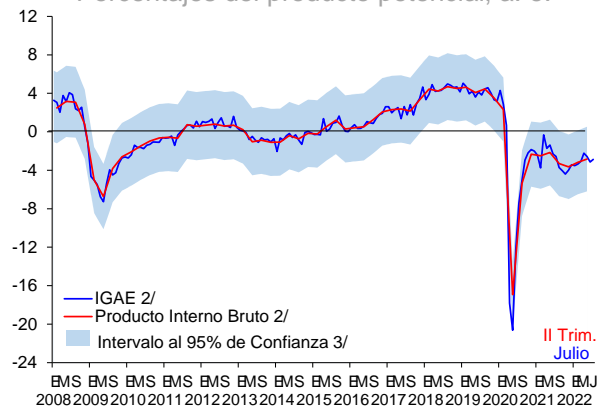


a. e. / Serie con ajuste estacional y serie de tendencia. La primera se representa con la línea sólida y la segunda con la punteada.
 1/ Las cifras entre paréntesis corresponden a su participación en el total en 2013.
 Fuente: Sistema de Cuentas Nacionales de México (SCNM), INEGI.

En cuanto a la posición cíclica de la economía, en el segundo trimestre de 2022 las condiciones de holgura continuaron reduciéndose (Gráfica 17) y se anticipa que durante el tercer trimestre estas sigan contrayéndose. A su vez, en julio y agosto las tasas de desocupación nacional y urbana se mantuvieron en niveles relativamente bajos (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 presentaron un nivel similar al del trimestre previo. Por su parte, con cifras ajustadas por estacionalidad, en julio y agosto el empleo formal afiliado al IMSS continuó exhibiendo una trayectoria al alza. Finalmente, en julio el costo unitario de la mano de obra en el sector manufacturero más que

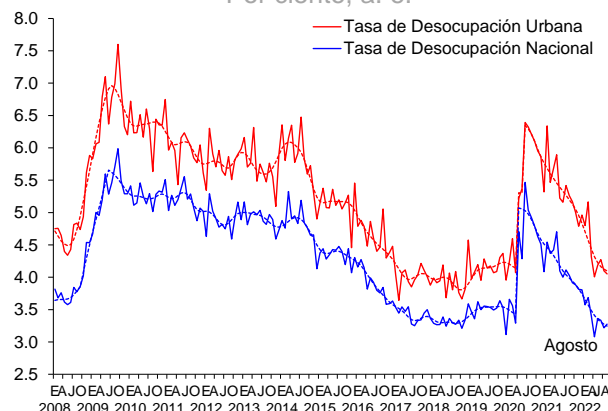
revirtió el alza observada en junio, como reflejo, en buena medida, de un repunte en la productividad laboral (Gráfica 19).

Gráfica 17
Estimaciones de la Brecha del Producto 1/
Sin Industria Petrolera 4/
 Porcentajes del producto potencial, a. e.



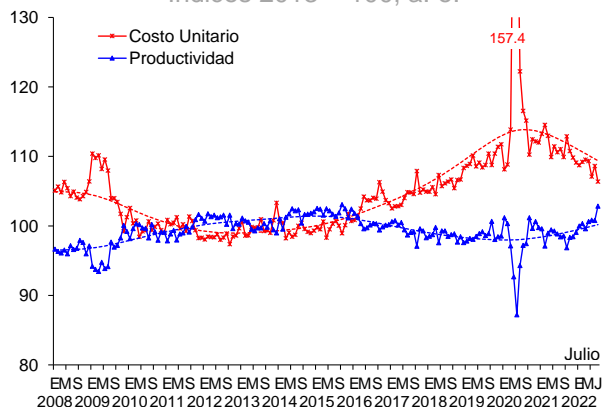
a. e. / Elaboración a partir de cifras con ajuste estacional.
 1/ Estimadas con el filtro de Hodrick-Prescott con corrección de colas; ver Banco de México (2009), "Informe sobre la Inflación, Abril-Junio 2009", pág.74.
 2/ Cifras del PIB al segundo trimestre de 2022 y del IGAE a julio de 2022.
 3/ Intervalo 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.

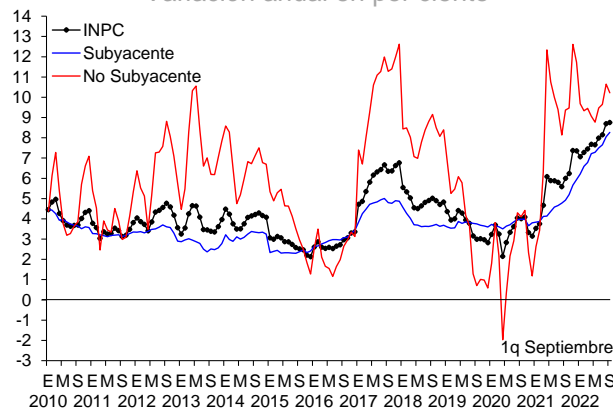
En julio de 2022, el financiamiento interno a las empresas registró una variación real anual positiva por primera vez desde mayo de 2020. En mayor detalle, el crédito bancario a las empresas continuó con su gradual recuperación, al presentar una variación real anual positiva por tercer mes consecutivo, acumulando así tres trimestres de incrementos en su saldo. Ello en un contexto en el que la demanda de crédito de las empresas siguió recuperándose y en el que las condiciones de otorgamiento continuaron siendo estrechas respecto al inicio de la pandemia, si bien 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 se incrementaron en julio, aunque continuaron registrando un flujo negativo acumulado en el año. En cuanto al crédito a los hogares, la cartera de vivienda de la banca comercial mantuvo su ritmo de expansión. A su vez, el crédito bancario vigente al consumo siguió incrementándose en términos reales anuales, como resultado principalmente, del dinamismo sostenido del crédito de nómina y de la cartera de tarjetas de crédito y, más recientemente, de créditos personales. Ello en un contexto en el que la demanda de crédito por parte de los hogares ha continuado incrementándose. Las condiciones de otorgamiento de crédito a la vivienda se mantuvieron estables, al tiempo que aquellas para la cartera de consumo se relajaron en el segundo trimestre del año.

En julio, las tasas de interés del crédito bancario a las empresas se situaron en niveles superiores a los observados antes de la pandemia. En tanto, los márgenes de intermediación del crédito a las empresas no mostraron cambios significativos respecto al mes previo, 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 incrementaron en julio, después de haberse mantenido en niveles alrededor de sus mínimos históricos desde agosto de 2020. En abril de 2022, las tasas de interés de tarjetas de crédito se incrementaron con respecto a las observadas en febrero, mientras que las de nómina registraron un nivel similar. Respecto de la calidad de la cartera, en julio de 2022 los índices de morosidad del crédito a las empresas y a la vivienda fueron similares a los del mes previo y continuaron en niveles bajos. Por último, los índices de morosidad de la cartera de consumo se redujeron, con lo que se mantuvieron en niveles inferiores a los registrados antes del inicio de la pandemia.

A.2.3. Comportamiento y perspectivas de la inflación

Entre julio y la primera quincena de septiembre de 2022, la inflación general anual aumentó de 8.15 a 8.76% (Gráfica 20 y Cuadro 1), todavía afectada por los efectos de los choques de la pandemia y del conflicto bélico en Ucrania.

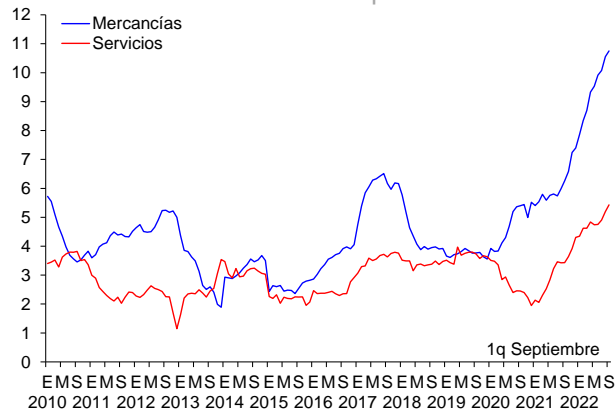
Gráfica 20
Índice Nacional de Precios al Consumidor
 Variación anual en por ciento



Fuente: Banco de México e INEGI.

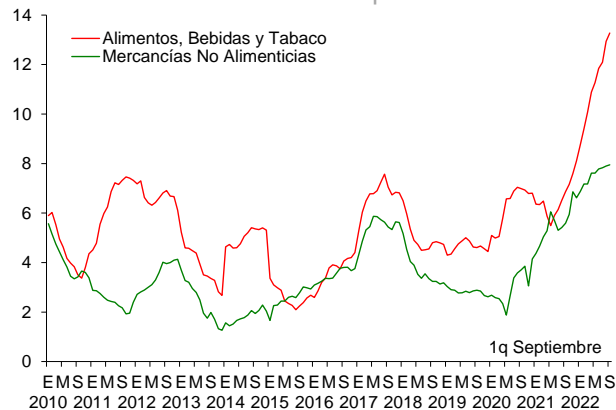
La inflación subyacente anual se incrementó de 7.65 a 8.27% entre julio y la primera quincena de septiembre de 2022 (Gráfica 21). En su interior, la inflación anual de las mercancías aumentó de 10.07 a 10.75% entre esas fechas, reflejando las presiones sobre los costos de producción que siguieron generando las interrupciones en las cadenas de producción y suministro, así como los elevados niveles en los precios de insumos, si bien ambos factores han comenzado a mostrar cierta mejoría. En particular, la inflación anual de las mercancías alimenticias se incrementó de 12.09 a 13.27%, todavía resintiéndose los elevados precios de las materias primas alimenticias, en tanto que la de las mercancías no alimenticias también siguió experimentando presiones, aumentando de 7.83 a 7.94% (Gráfica 22). Por su parte, la inflación anual de los servicios se elevó de 4.90 a 5.43% en el lapso referido, influida por los mayores costos de operación de los negocios y una mayor demanda. Al respecto, destacó el incremento de 6.87 a 7.64% que registró la inflación anual del rubro de los servicios distintos a educación y vivienda impulsada por las mayores variaciones anuales en los precios de los servicios de alimentación y de transporte. Asimismo, la inflación anual de la educación aumentó de 3.27 a 4.49%, situándose en niveles similares a los observados previo a la pandemia, en tanto que la de la vivienda, que se incrementó de 3.02 a 3.11%, ya registra niveles superiores a los de febrero de 2020.

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



Fuente: Banco de México e INEGI.

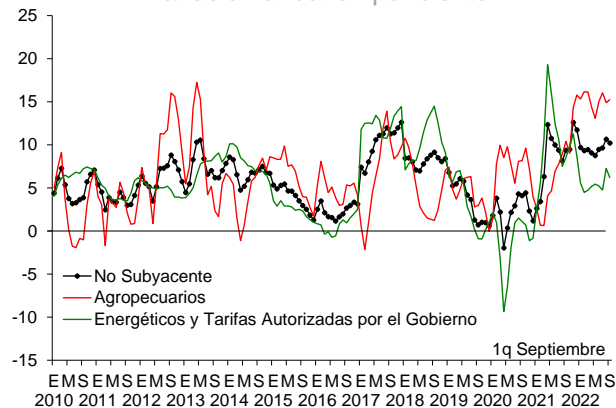
Gráfica 22
Subíndice Subyacente de las Mercancías
Variación anual en por ciento



Fuente: Banco de México e INEGI.

Entre julio y la primera quincena de septiembre de 2022, la inflación no subyacente anual aumentó de 9.65 a 10.22% (Gráfica 23 y Cuadro 1). En su interior, la inflación anual de los productos agropecuarios pasó de 16.05 a 15.23% entre esas fechas, apoyada en los elevados niveles que siguieron observándose en los precios de sus insumos de producción, como granos y fertilizantes. A su vez, la inflación anual de los energéticos aumentó de 4.68 a 6.64% en dicho periodo.

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



Fuente: Banco de México e INEGI.

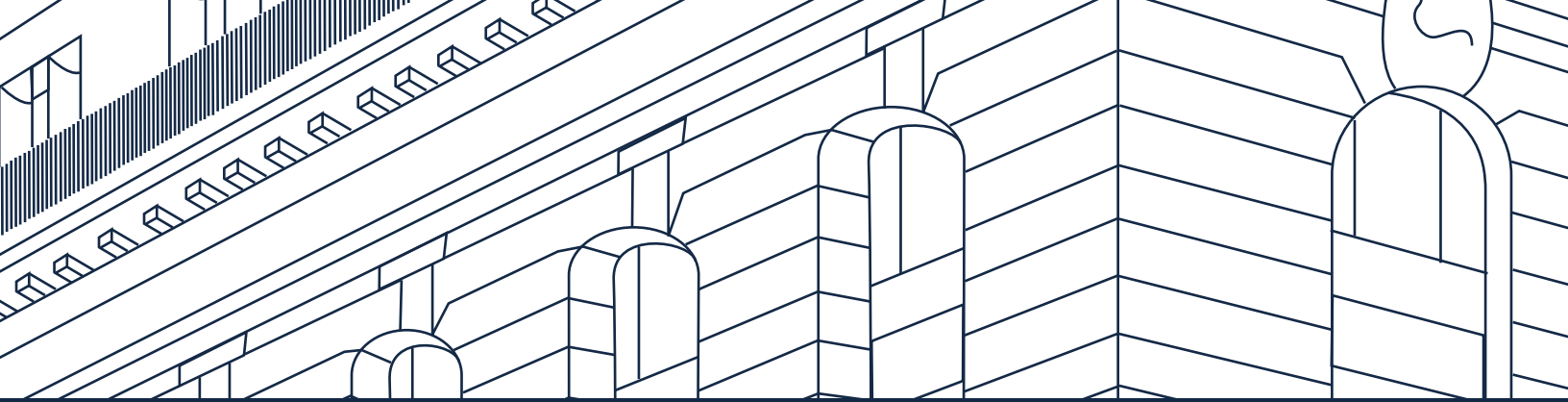
Respecto de las expectativas de inflación provenientes de la encuesta que levanta el Banco de México entre especialistas del sector privado, entre julio y agosto la mediana para la inflación general para el cierre de 2022 aumentó de 7.80 a 8.13%, mientras que la correspondiente al componente subyacente pasó de 7.08 a 7.67%. A su vez, la mediana de las expectativas para la inflación general para el cierre de 2023 se ajustó de 4.50 a 4.66%, en tanto que la mediana para la inflación subyacente aumentó de 4.31 a 4.44%. Asimismo, la mediana de las expectativas de inflación general para el mediano plazo aumentó ligeramente de 3.82 a 3.85%, mientras que para la inflación subyacente pasó de 3.83 a 3.80%. Por su parte, la mediana de las expectativas de inflación general para el largo plazo (5 a 8 años) se mantuvo en 3.60% y para la inflación subyacente disminuyó de 3.57 a 3.50%. Finalmente, la compensación por inflación y riesgo inflacionario registró un aumento y se mantiene en niveles elevados. Esto, derivado de incrementos tanto en las expectativas implícitas en instrumentos de mercado como en la prima por riesgo inflacionario, que continúa en niveles altos.

Se prevé que la convergencia a la meta de 3% se alcance en el tercer 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 desaceleración de la actividad económica mundial mayor a la anticipada; ii) una disminución en la intensidad del conflicto bélico; iii) un mejor funcionamiento de las cadenas de suministro; iv) un efecto mayor al esperado de la brecha negativa del producto; y v) 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 continúa con un considerable sesgo al alza.

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

Concepto	Julio 2022	Agosto 2022	1q Septiembre 2022
INPC	8.15	8.70	8.76
Subyacente	7.65	8.05	8.27
Mercancías	10.07	10.55	10.75
Alimentos, Bebidas y Tabaco	12.09	12.94	13.27
Mercancías No Alimenticias	7.83	7.90	7.94
Servicios	4.90	5.19	5.43
Vivienda	3.02	3.12	3.11
Educación (Colegiaturas)	3.27	3.68	4.49
Otros Servicios	6.87	7.31	7.64
No Subyacente	9.65	10.65	10.22
Agropecuarios	16.05	14.90	15.23
Frutas y Verduras	16.16	15.18	14.68
Pecuarios	15.96	14.68	15.71
Energéticos y Tarifas Aut. por Gobierno	4.76	7.25	6.20
Energéticos	4.68	8.14	6.64
Tarifas Autorizadas por Gobierno	4.95	5.19	5.16

Fuente: INEGI.



BANCO DE MÉXICO®

Documento publicado el 13 de octubre de 2022

