



BANCO DE MÉXICO®

## Minuta número 92

Reunión de la Junta de Gobierno del Banco de México, con motivo de la  
decisión de política monetaria anunciada el 12 de mayo 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:**  
11 de mayo 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 durante el primer trimestre del año la actividad económica mundial creció menos de lo esperado. Consideró que el menor dinamismo obedeció principalmente a las disrupciones en las cadenas de suministro, en parte por las recientes restricciones de movilidad en China, y a las repercusiones económicas derivadas del conflicto geopolítico entre Rusia y Ucrania. Uno** añadió los menores estímulos económicos con respecto al año pasado. Comentó que se ha incrementado el grado de heterogeneidad en la recuperación entre economías avanzadas y emergentes. Indicó que Estados Unidos, a pesar de la desaceleración, muestra una demanda interna fuerte, con un desempeño favorable en la producción industrial. Notó que algunos indicadores relacionados con las cadenas de suministro, como los tiempos de entrega y los pedidos pendientes, han mostrado cierta mejoría en el margen, si bien todavía hay poca certidumbre sobre la solución definitiva a los cuellos de botella.

**En este contexto, la mayoría señaló que las perspectivas de crecimiento para la economía**

**mundial se ajustaron recientemente a la baja. Uno** indicó que se espera una importante moderación de la actividad en la zona del euro, Reino Unido, China y Estados Unidos, así como mayores afectaciones en economías emergentes y en aquellas importadoras de materias primas. **Algunos** consideraron que entre los riesgos globales destacan los asociados a la pandemia, la prolongación de las presiones inflacionarias, el agravamiento de las tensiones geopolíticas y mayores ajustes a las condiciones monetarias y financieras. **Uno** advirtió que los elevados niveles de deuda pública y privada reducen el margen de maniobra de la economía global ante nuevos choques. **Otro** indicó que el balance de riesgos para el crecimiento mundial se encuentra sesgado a la baja y sujeto a una incertidumbre inusual.

**Todos destacaron el impacto del conflicto geopolítico en la inflación mundial. La mayoría señaló que esta continuó presionada por los cuellos de botella, la recuperación de la demanda y los elevados precios de alimentos y energéticos. Notó que en algunos casos la inflación alcanzó su mayor nivel en décadas. Uno** detalló que el conflicto ha implicado disrupciones al comercio global que han reducido la oferta de diversas materias primas, con diversos países implementando restricciones a la exportación de ciertos alimentos. **Otro** indicó que su efecto en los precios de las materias primas perjudica los ingresos de los hogares, merma la confianza de los inversionistas y aumenta la incertidumbre en general. Apuntó que las presiones derivadas del conflicto han incidido principalmente en la dinámica de precios de la zona del euro, mientras que en Estados Unidos ha existido una presión adicional proveniente del sector servicios y de vivienda. Por su parte, **uno** notó que diversos indicadores reflejan que las restricciones a la oferta atribuibles a la pandemia han comenzado a mitigarse. Entre estos, mencionó el índice de presión global en las cadenas de suministro de la Reserva Federal de Nueva York y la estabilidad reciente en los precios del transporte marítimo de carga. **Algunos** destacaron que en Estados Unidos la inflación medida a través del deflactor del gasto en consumo personal aumentó a 6.6% en marzo. **Uno** puntualizó que la mayoría de los subíndices presentó una inflación cercana al 4%. No obstante, **otro** destacó las presiones provenientes de los componentes de energéticos y de alimentos.

**La mayoría comentó que en la mayor parte de las economías se han revisado al alza las expectativas de inflación para 2022 y 2023, y que**

**estas se encuentran por encima del objetivo de sus respectivos bancos centrales. Uno** enfatizó que ello puede representar un obstáculo para la convergencia de la inflación hacia sus respectivas metas. **Otro** notó que las curvas de futuros sugieren que la tendencia al alza en los precios de las materias primas continuará. Señaló el deterioro de las expectativas inflacionarias de corto y mediano plazos en un contexto de una sólida recuperación de los mercados laborales.

**La mayoría comentó que un amplio número de bancos centrales continuó incrementando sus tasas de referencia. Todos mencionaron que en su última decisión la Reserva Federal aumentó el rango objetivo para la tasa de fondos federales en 50 puntos base y anticipó futuros incrementos. La mayoría señaló que a partir de junio dicho instituto iniciará la reducción de su hoja de balance. Uno** apuntó que, de materializarse el ritmo de ajustes anticipado por el mercado, en 2023 Estados Unidos tendría una tasa superior a la estimada como neutral. **Otro** agregó que, ante las expectativas de una mayor restricción monetaria, se incrementaron las tasas de interés de corto plazo en Estados Unidos, con un aplanamiento de la curva de rendimientos. Respecto de las economías emergentes, **uno** mencionó que, si bien estas han comenzado a reducir el estímulo, el ritmo de normalización ha sido heterogéneo debido a las diferencias en la recuperación y en las dinámicas inflacionarias. Detalló que Chile y Brasil, con una mayor recuperación económica, han tenido que implementar rápidamente posturas monetarias más restrictivas que sus pares, mientras que México ha realizado ajustes más moderados debido a que otorgó un menor estímulo monetario durante la pandemia. **Otro** notó que, ante los elevados niveles de inflación y el riesgo del desanclaje de expectativas, la decisión de los bancos centrales en economías emergentes de acelerar el apretamiento refleja su prioridad para controlar la inflación. **Hacia delante, la mayoría destacó la expectativa de una reducción más acelerada del estímulo monetario a nivel global.**

**La mayoría notó que las condiciones financieras globales registraron un apretamiento adicional, donde las tasas de interés aumentaron, el dólar se fortaleció y los índices accionarios registraron caídas, en un contexto de mayor volatilidad y aversión al riesgo. Uno** señaló que ello fue consecuencia, en parte, de la aceleración en la normalización de la postura monetaria en Estados Unidos. Añadió que ello, junto con la incertidumbre asociada al conflicto bélico, se reflejó en un

incremento en prácticamente todos los nodos de la curva de rendimientos de Estados Unidos y en una corrección de más de 11% en su principal índice bursátil. **Otro** observó que la apreciación del dólar llegó a niveles no vistos desde 2003, que contrastan con las depreciaciones históricas de las divisas contraparte, y que estuvo acompañada de un incremento en la volatilidad implícita en las opciones cambiarias. Respecto de los mercados financieros de economías emergentes, mencionó que se registraron salidas del capital en los mercados de renta fija y entradas en los de renta variable. **Uno** comentó que las primas por riesgo de incumplimiento se han incrementado moderadamente en estas economías, como resultado del incremento en los costos de financiamiento a nivel global y de un menor apetito por riesgo. Indicó que hacia adelante, los mercados emergentes continuarán siendo afectados por las perspectivas en torno a sus trayectorias de inflación y crecimiento, así como por la política monetaria de las economías avanzadas. **Otro** detalló que las perspectivas de un apretamiento más acelerado por parte de la Reserva Federal implican riesgos para los mercados financieros globales, lo que podría afectar en mayor medida a aquellas economías con fundamentales macroeconómicos insuficientemente sólidos. **Uno** señaló que no pueden descartarse episodios de volatilidad en los mercados de títulos del Tesoro estadounidense y de instrumentos hipotecarios, con posibles efectos de contagio hacia el resto del sistema financiero. **Otro** comentó que, hacia delante, debido a los potenciales riesgos que puede representar este ajuste sin precedentes, debe prestarse atención a las posibles afectaciones que pueda haber en la formación de precios y en la estabilidad del sistema financiero.

### **Actividad Económica en México**

**La mayoría comentó que la información oportuna indica que en el primer trimestre de 2022 la actividad económica presentó una reactivación, impulsada tanto por las actividades secundarias como por las terciarias. Algunos** mencionaron que la reactivación se dio en un entorno complejo, donde destacaron factores como el repunte de contagios por la variante ómicron, la persistencia de algunas disrupciones en las cadenas globales de suministro y el conflicto bélico entre Rusia y Ucrania. **Uno** precisó que la actividad creció 0.9% durante el primer trimestre, después de variaciones de -0.7 y 0.0% en los dos trimestres previos. **Otro** señaló que la recuperación económica en México aún es incompleta.

Por el lado de la oferta, la mayoría notó que la producción industrial siguió recuperándose, apoyada por el buen desempeño del sector manufacturero. Uno agregó que a ello también contribuyó la minería, si bien la construcción ha mostrado poco dinamismo. Algunos apuntaron que el sector automotriz aún presenta ciertas afectaciones. Sin embargo, uno precisó que los paros técnicos de algunas armadoras son cada vez menores y más concentrados, lo que ha permitido que la producción de vehículos ligeros muestre un mejor desempeño que el año pasado. **La mayoría destacó que los servicios se reactivaron, si bien con heterogeneidad.** Uno detalló que este sector se ha recuperado gracias a la reapertura de actividades y al aumento de la movilidad. No obstante, resaltó que aún se observan oportunidades de crecimiento en algunos servicios como los de alojamiento, preparación de alimentos y esparcimiento. Otro recordó que el sector primario cayó en el margen.

Por el lado de la demanda, la mayoría destacó que el consumo ha mostrado una importante recuperación, superando en febrero los niveles previos a la pandemia. Algunos notaron que aún se mantiene una recuperación diferenciada entre los componentes del consumo. Uno destacó que el consumo de bienes se encuentra en niveles relativamente elevados, mientras que el de servicios aún requiere cerrar la brecha que se abrió a raíz de la emergencia sanitaria. Otro precisó que se ha observado particularmente una recuperación del consumo de bienes no duraderos. **La mayoría señaló que diversos indicadores de los determinantes del consumo permanecen en niveles elevados.** Sin embargo, uno resaltó que estos presentaron una desaceleración en el margen, por lo que será importante seguir examinando su evolución. **Por su parte, la mayoría destacó que la inversión continúa mostrando atonía, afectada principalmente por el mal desempeño de la construcción.** Uno enfatizó que el deterioro de la inversión antecede al inicio del ajuste de la tasa de referencia. Otro precisó que si bien la inversión fija bruta repuntó en enero, esta volvió a reducirse en febrero. Uno detalló que la inversión en maquinaria y equipo ha mostrado un crecimiento importante en meses recientes. **En cuanto al sector externo, la mayoría notó el buen desempeño de las exportaciones.** Algunos subrayaron el dinamismo de las exportaciones manufactureras no automotrices. Uno precisó que su crecimiento se debe tanto a un incremento del precio, como del volumen exportado. Otro resaltó la recuperación que mantuvieron las exportaciones automotrices.

En relación con el mercado laboral, la mayoría destacó que se observaron avances en diversos indicadores, si bien persisten las afectaciones. **Detalló que las tasas de desocupación y subocupación mantuvieron una tendencia a la baja durante marzo.** Uno agregó que las tasas de desocupación nacional y urbana disminuyeron a 3.5 y 4.4% respectivamente, niveles cercanos a los previos a la pandemia. Señaló que lo anterior se observó en un contexto en que la tasa de participación laboral mostró una ligera reducción durante el primer trimestre del año y en que la tasa de ocupación de la población en edad para trabajar mostró niveles similares a los observados a finales de 2021. Otro mencionó que el empleo registrado en el IMSS sigue creciendo y que los índices de anuncios de empleo continúan con una tendencia positiva. Indicó que el comportamiento favorable de los indicadores de empleo ha contribuido a una ligera reducción en la holgura del mercado laboral, aunque el empleo total aún se mantiene significativamente por debajo de su trayectoria pre-pandemia. Uno comentó que las revisiones salariales nominales de los trabajadores asegurados al IMSS alcanzaron un incremento anual de dos dígitos, el mayor en más de dos décadas. Añadió que las revisiones salariales en el sector privado aumentaron a una tasa histórica de 8.2%. Por su parte, otro resaltó que especialmente la tasa de participación de las mujeres aún muestra un rezago respecto al observado antes de la pandemia.

**La mayoría coincidió en que se mantienen amplias condiciones de holgura, si bien estas se redujeron respecto del trimestre previo.** Algunos mencionaron que la holgura continúa mostrando diferencias entre sectores. Uno indicó que mientras en otras economías emergentes el PIB ya se ubica por encima de su nivel pre-pandemia, en México se encuentra todavía por debajo del nivel previo a la pandemia y significativamente por debajo del nivel que hubiera alcanzado con la trayectoria pre-pandemia. Señaló que esto significa que aún hay espacio para mayor crecimiento económico en 2022. Por su parte, otro comentó que la medición de la holgura es complicada en el entorno actual.

**La mayoría destacó que se mantiene un entorno incierto.** Uno comentó que una desaceleración global este año, en particular en Estados Unidos, sería el mayor riesgo para una contracción económica en México. Otro mencionó que, si bien la pandemia ha disminuido notablemente en el país, los riesgos para el crecimiento se han acentuado ante la incertidumbre ocasionada por el conflicto en Europa del Este y sus efectos sobre la economía mundial.

Consideró que el balance de riesgos para el crecimiento mantiene un sesgo a la baja. En este contexto **uno** señaló que las perspectivas de crecimiento para 2022 y 2023 se han deteriorado ante pronósticos de una menor producción petrolera interna, así como de un menor desempeño de la actividad industrial en Estados Unidos.

### **Inflación en México**

**La mayoría indicó que en abril las inflaciones general y subyacente registraron tasas anuales de 7.68 y 7.22%, respectivamente. Notó que ha sido su nivel más alto desde enero de 2001. Algunos** señalaron que ello fue resultado del comportamiento del componente subyacente, si bien agregaron que esto fue parcialmente compensado por una reducción del componente no subyacente. **La mayoría observó que las presiones derivadas del conflicto geopolítico se han añadido a los choques que han afectado a la inflación a lo largo de la emergencia sanitaria. Algunos** mencionaron que este conflicto ha impulsado aún más los precios de las materias primas. **Algunos** resaltaron que las afectaciones se reflejaron con mayor fuerza en los productos pecuarios y en las mercancías alimenticias. **Uno** destacó la alta ponderación de estas en la canasta de consumo. **Otro** advirtió que las interrupciones en las cadenas de suministro han generado una extensión de los desbalances entre oferta y demanda. **Uno** afirmó que los choques que han afectado a la inflación son parte de un fenómeno global y que ya comienzan a observarse señales incipientes de la mitigación en las restricciones de oferta globales y locales. **La mayoría comentó que las presiones inflacionarias han sido generalizadas y persistentes. Algunos** apuntaron que el 43% de los genéricos del INPC presentan incrementos mensuales anualizados con cifras desestacionalizadas mayores al 10%. **Uno** añadió que el 82% de las ciudades registró una inflación anual entre 7 y 10%.

**Algunos** observaron que el comportamiento de la inflación subyacente respondió principalmente al aumento en los precios de las mercancías alimenticias y no alimenticias. **Uno** notó que la inflación subyacente ha registrado incrementos por más de un año. **Otro** comentó que su variación mensual anualizada ha mostrado una tendencia al alza, pasando de 3% en enero de 2021 a 8.56% en abril de 2022. Destacó que este incremento indica que la recuperación del consumo interno se ha sumado a las presiones inflacionarias del exterior. **Uno** señaló que la inflación de las mercancías ha reflejado las interrupciones en las cadenas de

producción y distribución, así como el incremento en los precios internacionales de energéticos y alimentos. Agregó que en abril la inflación anual de las mercancías alimenticias y no alimenticias ha presentado niveles elevados. **Algunos** indicaron que la inflación de los servicios ha aumentado ante la mayor movilidad y la reactivación de su demanda. **Uno** añadió los mayores costos de operación de los negocios y los aumentos en los precios de energéticos y alimentos, señalando su impacto en los servicios de transporte y alimentación.

**Algunos** comentaron que, a pesar de su disminución en abril, la inflación no subyacente se mantiene en niveles elevados. **Algunos** mencionaron que su reducción fue favorecida por las políticas de precios de los hidrocarburos. **Uno** señaló que el mejor desempeño del componente no subyacente fue resultado de una menor inflación de los agropecuarios, la cual fue parcialmente contrarrestada por la mayor inflación de los energéticos. No obstante, **otro** notó que la inflación de los agropecuarios continúa en niveles elevados, ante los aumentos adicionales en los precios de insumos como fertilizantes y granos.

**Todos mencionaron que las expectativas de inflación para 2022 y 2023 se incrementaron de manera importante. Uno** comentó que las expectativas de inflación general correspondientes al cierre de 2022 se ubican en 6.75%, registrando un incremento de 250 puntos base en lo que va del año. Añadió que dicha revisión se ha dado a una velocidad mayor a la observada en otros episodios inflacionarios. **Algunos** destacaron que las expectativas para el cierre de 2023 se ubican por encima del límite superior del intervalo de variabilidad. **Algunos** apuntaron que las expectativas de inflación para los próximos 12 meses se encuentran en niveles cercanos a 5%. **Uno** advirtió que no se habían ubicado en estos niveles desde 2009. **Otro** resaltó que se han incrementado en 64 puntos base desde febrero.

**La mayoría señaló que las expectativas de mediano plazo aumentaron. Notó que las expectativas de largo plazo se revisaron marginalmente al alza, a un nivel de 3.55%. Subrayó que nunca habían alcanzado este nivel desde que comenzó su medición. Uno** argumentó que esto último representa una advertencia del riesgo de desanclaje. **Otro** consideró que las expectativas de largo plazo se han mantenido estables, si bien en niveles superiores a la meta. **Algunos** notaron que las expectativas medidas a través de la compensación por inflación y riesgo

inflacionario en bonos a diez años se mantienen en niveles elevados. **Uno** agregó que las expectativas de inflación extraídas de instrumentos de mercado se han incrementado y que la prima por riesgo inflacionario registró su nivel más alto en abril, si bien se mantiene en niveles similares a los observados en otros periodos de estrés. **Otro** señaló que las expectativas de inflación extraídas de instrumentos de mercado para el promedio de 6 a 10 años se mantienen en 3.14%.

**La mayoría mencionó que ante presiones inflacionarias mayores a las anticipadas, los pronósticos de las inflaciones general y subyacente se revisaron al alza hasta el segundo y tercer trimestre de 2023, respectivamente, aunque se sigue previendo que la convergencia a la meta de 3% se alcance en el primer trimestre de 2024.** **Uno** destacó que la revisión al alza se dio incluso incorporando los efectos del Paquete Contra la Inflación y la Carestía. **Otro** comentó que considerando la dinámica reciente de la inflación subyacente, se puede inferir que está por alcanzar su punto máximo y que pronto podría iniciar una tendencia descendente. **Uno** destacó que a la fecha se acumulan once decisiones de política monetaria consecutivas en que los pronósticos de inflación del Instituto Central se han revisado al alza, ya sea para alguna parte o para todo el horizonte de pronóstico. Resaltó que ello no es exclusivo de las proyecciones del Banco Central. Señaló que las autoridades monetarias de otros países y analistas de mercado también han ajustado al alza sus pronósticos, lo que refleja el alto grado de incertidumbre que ha prevalecido. **Otro** expresó que la convergencia de la inflación hacia su objetivo enfrenta retos significativos.

**Entre los riesgos al alza para la inflación, todos mencionaron las mayores presiones en los precios agropecuarios y energéticos por el conflicto geopolítico. La mayoría señaló la persistencia de la inflación subyacente en niveles elevados y las presiones inflacionarias externas derivadas de la pandemia. Algunos** agregaron las presiones de costos asociadas a las revisiones salariales, que podrían traspasarse a los precios al consumidor. **Uno** añadió una depreciación cambiaria ante posibles eventos de volatilidad en los mercados financieros internacionales. Mencionó que si bien el conflicto bélico ya comenzó a presionar a la inflación, aún se desconocen los alcances, la duración y la magnitud de los choques a los que pudiera dar lugar. Indicó que tampoco hay certeza respecto al tiempo requerido para la regularización de las cadenas de suministro. **Otro** apuntó la posible

extensión de sequías, que incidirían en los precios de productos agropecuarios. Consideró que las presiones derivadas del conflicto en Ucrania son una fuente potencial de afectación a la formación de expectativas de inflación debido a su mayor impacto en los hogares y familias. **Uno** aseveró que, si bien el choque a los precios de materias primas atribuible al conflicto bélico es un riesgo importante, históricamente este suele resolverse a través de una mayor oferta cuando los mercados globales operan de forma adecuada. **Otro** advirtió que existen presiones inflacionarias internas. Mencionó que la incertidumbre en la medición de la holgura dificulta anticipar posibles presiones de precios en algunos sectores en recuperación. **Uno** señaló que una inflación elevada y persistente puede contaminar el proceso de formación de precios. Agregó que varios indicadores sugieren que esto ya está ocurriendo, como el alza en las expectativas de analistas y del mercado, así como las revisiones al salario mínimo por encima del crecimiento de la productividad laboral. Opinó que resulta preocupante que la aceleración de la inflación no se haya detenido y que esté afectando a un número creciente de bienes y servicios.

Respecto de los riesgos a la baja para la inflación, **algunos** mencionaron un mejor funcionamiento de las cadenas de suministro ante el control de la pandemia. **Uno** añadió: i) una disminución en la intensidad del conflicto bélico; ii) que dadas las condiciones de holgura en la economía, las presiones de costos y las condiciones de contratación laboral no presionen a los precios; y iii) un efecto mayor al esperado del Paquete Contra la Inflación y la Carestía. **Algunos** consideraron que dicho paquete tendrá efectos moderados sobre la inflación. **Uno** opinó que las diversas medidas del programa van en la dirección correcta al tratar de mejorar las condiciones por el lado de la oferta y que tienen el potencial de incidir en el proceso de formación de precios y en las expectativas de inflación. Estimó que el programa podría contribuir a reducir, en el margen, las presiones inflacionarias. Por otro lado, argumentó que varios factores apuntan hacia una moderación de la inflación mundial en 2022, como las posturas menos expansivas de la mayoría de los gobiernos y bancos centrales del mundo, así como las señales de una mitigación de las presiones en las cadenas de suministro.

**La mayoría indicó que el balance de riesgos para la inflación en el horizonte de pronóstico se mantiene sesgado al alza y ha continuado deteriorándose. Uno** puntualizó que ello se debe a

la posibilidad de que los efectos del conflicto geopolítico sean mayores o de mayor duración a lo previsto. **Algunos** destacaron que existe un entorno de mayor incertidumbre para la inflación.

### **Entorno Macrofinanciero**

**Respecto de los mercados financieros nacionales, la mayoría destacó que el tipo de cambio se mantuvo relativamente estable. Subrayó el comportamiento del peso a pesar de la fortaleza del dólar y condiciones financieras más astringentes. Resaltó que el peso continúa como la segunda divisa con mayor diferencial de tasas de interés ajustado por volatilidad con respecto a Estados Unidos. Algunos** consideraron que el buen desempeño de la moneda se debió a fundamentos macroeconómicos sólidos, como la disciplina fiscal y una política monetaria prudente. **Uno** agregó que también se debió a un moderado déficit de cuenta corriente. Indicó que, desde una perspectiva de mediano plazo, el desempeño y la relativa baja volatilidad del peso mexicano lo distinguen entre las monedas de otras economías emergentes. **Otro** mencionó que, en este contexto favorable, los analistas mantuvieron prácticamente sin cambios sus perspectivas sobre el tipo de cambio.

**La mayoría comentó que las tasas de interés aumentaron en línea con lo observado a nivel global. Algunos** señalaron que se observaron incrementos en prácticamente todos los nodos de la curva de rendimientos, con aumentos de hasta 100 puntos base en los de largo plazo. Por su parte, **uno** indicó que la curva de rendimientos real también registró incrementos generalizados, aunque de menor magnitud, ante la mayor demanda por instrumentos que ofrecen protección inflacionaria. Mencionó que se observó una salida de fondos en Bonos M en posesión de inversionistas extranjeros y una entrada de recursos dirigidos a Udibonos en busca de mitigar riesgos de una mayor inflación. **Algunos** apuntaron que el mercado accionario registró una caída de 11%. **Uno** señaló que las primas por incumplimiento se incrementaron en más de 40 puntos base. Sobre la evolución del crédito, **otro** mencionó que el financiamiento a las empresas a través de la banca comercial continuó con un mal desempeño. Detalló que mientras que la demanda por crédito de las empresas ha comenzado a reactivarse, las condiciones de otorgamiento muestran cierto deterioro como reflejo de las restricciones del lado de la oferta. **Algunos** advirtieron que la postura de la política monetaria de la Reserva Federal representa un importante reto

también para la estabilidad del sistema financiero. **Uno** observó que de materializarse el riesgo de una aceleración en el ciclo restrictivo de la Reserva Federal, el peso mexicano enfrentará una trayectoria más depreciada. **Otro** advirtió que México, como otras economías con riesgos elevados y una alta integración financiera y comercial con el sector externo, debe mantener en todo momento una postura macroeconómica sólida.

### **Política Monetaria**

**La Junta de Gobierno evaluó la magnitud y diversidad de los choques que han afectado a la inflación y sus determinantes, así como el riesgo de que se contaminen las expectativas de mediano y largo plazos y la formación de precios. La mayoría consideró también los mayores retos ante el apretamiento de las condiciones monetarias y financieras globales, el entorno de acentuada incertidumbre y las mayores presiones inflacionarias asociadas al conflicto geopolítico, y al resurgimiento de casos de COVID-19 en China, así como la posibilidad de mayores afectaciones al entorno inflacionario. Con base en ello, la mayoría votó por incrementar en 50 puntos base el objetivo para la Tasa de Interés Interbancaria a un día a un nivel de 7.00%. Destacó que con esta acción, la postura de política monetaria se ajusta a la trayectoria que se requiere para que la inflación converja a su meta de 3% dentro del horizonte de pronóstico.**

**La Junta de Gobierno expresó que en las próximas decisiones de política monetaria 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. Añadió que, ante un panorama más complejo para la inflación y sus expectativas, se considerará actuar con mayor contundencia para lograr el objetivo de inflación.**

**Un miembro** señaló que el reforzamiento de la postura monetaria contribuye a: i) evitar efectos de segundo orden ante los nuevos choques de oferta; ii) mantener la estabilidad financiera, considerando el aumento en la tasa de interés de la Reserva Federal; y iii) acercar la tasa de interés a un nivel



considerado como neutral. Advirtió que, los niveles de inflación son elevados por lo que urge tomar decisiones adecuadas para reducir la inflación. Por otro lado, opinó que estas acciones deben realizarse de manera eficiente, con los menores costos posibles para la sociedad. Enumeró los factores a considerar para definir la trayectoria adecuada de la tasa de interés en el actual ciclo alcista. Señaló que, en primer lugar, el fenómeno inflacionario es global, por lo que la inflación de México disminuirá en la medida en que también lo haga la inflación mundial. Expresó que un segundo factor es que se otorgó poco estímulo monetario en 2020 y se comenzó a retirar con anticipación en 2021, por lo que, a diferencia de otros países, México no tiene un problema de exceso de demanda. Mencionó que la recuperación podría continuar sin generar presiones inflacionarias adicionales, al tiempo que la postura monetaria transita hacia un nivel neutral. Destacó que al inicio de 2022 la tasa de interés real ex-ante se ubicaba dentro de las más altas del mundo, lo que ya ha comenzado a incidir sobre el crédito, el consumo de bienes durables y la inversión. Consideró que el espacio para incrementar la tasa sin afectar a la actividad económica es relativamente acotado. Por lo tanto, aseveró que es importante continuar el ciclo de alzas con prudencia y evitando un apretamiento excesivo. Expresó que un tercer factor es que un apretamiento monetario excesivo conlleva mayores costos financieros para toda la economía. Advirtió que ya se observa un incremento de las primas por riesgo de incumplimiento de economías emergentes, lo que hablaría de los límites de la política monetaria restrictiva para consolidar la estabilidad macroeconómica. Finalmente, consideró que no es conveniente subir la tasa objetivo más rápidamente que la Reserva Federal. Destacó que el diferencial de tasas ajustado por volatilidad con respecto a Estados Unidos es de los más altos entre las economías emergentes. Señaló que ambas economías están sujetas a los mismos choques globales y que México ya se adelantó en el proceso de normalización de su postura monetaria. Además, México no adoptó una postura fiscal expansiva durante la pandemia. Sostuvo que, por todo ello, resulta innecesario y hasta imprudente pensar en adoptar un ritmo de alzas superior al de la Reserva Federal. Mencionó que hacia adelante incluso podrían darse las condiciones para comenzar a disminuir dicho diferencial, dados los sólidos fundamentos macroeconómicos, el desempeño favorable del peso y la posición monetaria relativa.

**Otro miembro** destacó que la inflación general permanece en niveles altos y consideró sumamente

preocupante que el componente subyacente, el que más responde a la política monetaria, siga con una tendencia al alza. Alertó sobre: i) el ajuste más restrictivo de la Reserva Federal, lo que podría afectar la formación de precios y la estabilidad del sistema financiero; ii) la incertidumbre por la extensión del conflicto geopolítico; y iii) el impacto en las cadenas de suministro mundiales ante las restricciones de movilidad en China. Advirtió que si bien la tasa de referencia se ha incrementado en 250 puntos base desde el inicio del actual ciclo, la tasa real ex-ante se ha ajustado en una proporción significativamente menor, ubicándose actualmente alrededor del límite inferior del rango neutral. Resaltó que, en ciclos monetarios pasados con niveles de tasa nominal similares a los actuales, la tasa de interés real ex-ante se ajustó en una magnitud parecida a los incrementos en la tasa nominal y se ubicó ligeramente por arriba de la tasa de interés neutral. Sin embargo, indicó que en el ciclo actual, hasta el momento los incrementos en la tasa de referencia solo han conseguido compensar el aumento de las expectativas de inflación y han sido menos efectivos en lograr que la tasa de interés real ex-ante se incremente para al menos llegar a terreno neutral. Enfatizó que aun y teniendo en cuenta lo inédito del contexto actual, en el que la duración y magnitud de los choques son de naturaleza distinta a otros episodios inflacionarios, es necesario actuar de manera decidida para garantizar que la inflación regrese hacia su meta en el horizonte de pronóstico. Subrayó la relevancia de que la política monetaria opere con predictibilidad para conducir ordenadamente la formación de expectativas, por lo que la comunicación del Banco Central debe transmitir claramente que en las próximas decisiones se valorará actuar con mayor contundencia, y que podría ser necesario que la tasa de interés real ex-ante llegue a un nivel por encima del neutral. Asimismo, señaló que es primordial consolidar un enfoque robusto que dé absoluta certeza sobre el compromiso que este Instituto Central tiene con el cumplimiento de su mandato constitucional, que mitigue el riesgo de posibles efectos de segundo orden en los precios, y que asegure el anclaje de las expectativas de inflación para evitar una contaminación de las de más largo plazo.

**Un miembro** mencionó que pese a acumular 250 puntos base de aumentos en la tasa de referencia, la tasa real ex-ante de corto plazo se sitúa en 1.7%, ligeramente por debajo del umbral inferior del rango estimado para la tasa neutral. Notó que si la expectativa de inflación a 12 meses es de 4.7% y el umbral superior del rango neutral se estima en 3.4% real, la tasa de referencia tendría que llegar a estar

por encima del 8% y posiblemente llevarla a niveles por encima del 9%. El reto es establecer la trayectoria ideal en términos de tiempo y a qué paso se quiere proseguir para llegar a este punto. Expresó que, desde la adopción de la tasa de interés interbancaria como objetivo operacional en 2008, solo en 9 de las 25 ocasiones en las que se ha incrementado la tasa objetivo se ha hecho en 50 puntos base, y nunca se ha aumentado dicha tasa en 75 puntos base, si bien no se había tenido un panorama tan complejo para la inflación como el actual. Señaló que incrementar la tasa 75 puntos base sería un mensaje más fuerte del compromiso con el objetivo prioritario. Esta medida disiparía aún más cualquier duda sobre la autonomía y refrendaría la obligación moral con el segmento más vulnerable de la población. Además, esto implicaría llegar a la zona neutral más rápido, ayudaría a contrarrestar el deterioro de las expectativas de mediano plazo, tendría un mayor efecto en el anclaje de las de largo plazo, y daría una mayor postura monetaria relativa para enfrentar aumentos en la aversión al riesgo. Sin embargo, notó que sorprendería al mercado y analistas, dificultando las previsiones de la trayectoria de la tasa de referencia y distorsionando la interpretación de la función de reacción. Agregó que dicho incremento sugeriría una menor sensibilidad a las condiciones cíclicas de la economía. Además, podría marcar un nuevo ritmo de ajuste, difícil de reducir en el contexto de una inflación elevada, un ciclo de la Reserva Federal muy restrictivo y un ajuste monetario en México que va para largo. Un ritmo mayor podría resultar en una tasa terminal excesivamente alta para el sano desarrollo de la economía y los mercados financieros. Por su parte, señaló que un aumento de 50 puntos base está descontado por el mercado y analistas, manda un mensaje de compromiso con el objetivo prioritario y es congruente con la narrativa de ajustes graduales. También da tiempo para comunicar la posibilidad de un incremento en el ritmo de ajuste monetario. Añadió que con esta decisión, la curva nominal de tasas mantendría su estructura actual, confirmando la visión del mercado, mientras que un incremento de 75 puntos base llevaría a un aplanamiento de la curva. Indicó que el diferencial actual de 600 puntos base hasta el momento ha favorecido al tipo de cambio. No obstante, consideró que un aumento de 50 puntos base podría percibirse como un incremento insuficiente de la tasa real ex ante en el corto plazo ante el rezago con el que opera la política monetaria y la problemática de la inflación que se enfrenta. Además, no ofrece un espacio adicional a la postura monetaria relativa para enfrentar una disrupción en los mercados financieros. Esta decisión tampoco acelera el

tránsito de la postura absoluta a un terreno más restrictivo dado el deterioro de las expectativas inflacionarias. Apuntó que esta decisión debe comunicarse con un tono más restrictivo, señalando categóricamente la disposición a actuar con mayor contundencia en el futuro si las previsiones de una trayectoria convergente a la meta no se materializan.

**Otro miembro** comentó que desde la decisión anterior la inflación siguió acelerándose. Destacó que además de sorpresas y choques adicionales, los ajustes en la postura monetaria instrumentados han sido insuficientes para contrarrestar el deterioro en la formación de precios y han tenido un impacto limitado sobre la tasa real, la cual se mantiene por debajo del nivel requerido. Consideró que la política monetaria se ha quedado “detrás de la curva” y que en la situación actual, un incremento de 50 puntos base resulta insuficiente para garantizar la convergencia de la inflación en el horizonte planeado. Asimismo, el rol fundamental de la política monetaria es actuar con determinación y oportunidad, para frenar la inercia inflacionaria y evitar futuros aumentos de tasa más severos, por lo que señaló que es momento de aumentar el ritmo de ajuste de la postura monetaria a 75 puntos base. Sostuvo que dicha acción es congruente con el compromiso de realizar los ajustes necesarios para cumplir con el mandato prioritario. Añadió que ante la elevada incertidumbre en torno a la continuación de los diversos choques, la ruta más prudente es actuar más temprano que tarde. Destacó que debe valorarse la expectativa que ha internalizado el mercado sobre esta y las siguientes decisiones. Detalló que, si bien la mayoría de los analistas espera un incremento de 50 puntos base, tres consideran la posibilidad de 75 puntos base y las expectativas derivadas de instrumentos de mercado indican para cierre de año una tasa implícita mayor. Opinó que una sorpresa hacia el lado de la prudencia -con un alza mayor- no es necesariamente una mala noticia, sino que muestra un banco central cuya prioridad es el control de la inflación. Mencionó que la decisión debe fortalecer los canales de tipo de cambio y expectativas. Recordó que este último es uno de los más importantes y que la complacencia ante los ajustes observados alerta sobre un posible inicio de su desanclaje, lo que implicaría altos costos para la sociedad. Indicó que un apretamiento monetario más acelerado de la Reserva Federal podría afectar al tipo de cambio e impondría retos para la política monetaria. Por lo tanto, agregó que también es fundamental mantener condiciones para un tipo de cambio resiliente. Sostuvo que esta decisión debe refrendar el compromiso de la Junta

de Gobierno para tomar las decisiones adecuadas y debe comunicar claramente el deterioro del entorno.

**Un miembro** consideró que la política monetaria en México enfrenta un entorno altamente complejo. Expresó que, dados los costos sociales y económicos derivados de la inflación que afectan en mayor medida a la población de menores ingresos, es indispensable que la política monetaria propicie un ambiente de inflación baja y estable. Destacó que los elevados niveles de inflación, la persistencia de los efectos de los choques derivados de la pandemia sobre esta y las complicaciones por el conflicto bélico en Ucrania, implican un entorno con un riesgo elevado de que se contamine el proceso de formación de precios. Recordó que las expectativas de inflación continúan aumentando y si bien se estima una brecha del producto amplia, el mercado laboral ha continuado recuperándose y se observan diversas presiones de costos. Añadió que el panorama de condiciones monetarias y financieras a nivel internacional se encuentra en circunstancias no vistas en décadas, lo cual podría tener un impacto significativo sobre los mercados financieros nacionales, incluido el cambiario. Argumentó que por ello es indispensable continuar ajustando la postura monetaria en México, para que las expectativas de inflación se mantengan ancladas y que, en consecuencia, el proceso de formación de precios sea consistente con el objetivo. Agregó que el Banco Central tiene que considerar actuar con mayor firmeza en sus decisiones, ya que de no tomar las medidas necesarias, las expectativas de inflación de mayor plazo podrían verse afectadas tanto por los elevados niveles de inflación y la duración de los choques que las han afectado, como por las continuas revisiones a los pronósticos. Advirtió que un desanclaje de las expectativas debe evitarse con acciones contundentes. Sostuvo que se debe refrendar en la comunicación la disposición a utilizar cabalmente las herramientas para llevar a la inflación a su meta. Consideró necesario reconocer el profundo cambio en las condiciones económicas y geopolíticas a nivel mundial, y que la postura monetaria apropiada podría ser significativamente más astringente a la que se tendría en otras circunstancias. Señaló que condiciones extraordinarias como las que se enfrentan pueden requerir de acciones extraordinarias. Argumentó que es imperativo comunicar la determinación de este Instituto de lograr la convergencia de la inflación a la meta en el horizonte de pronóstico y su disposición a redoblar esfuerzos si ello fuera necesario. Todo lo anterior contribuirá a inducir condiciones ordenadas en los mercados cambiario y de renta fija en el entorno prevaleciente de mayor inflación global.

### 3. DECISIÓN DE POLÍTICA MONETARIA

La Junta de Gobierno evaluó la magnitud y diversidad de los choques que han afectado a la inflación y sus determinantes, así como el riesgo de que se contaminen las expectativas de mediano y largo plazos y la formación de precios. Consideró también los mayores retos ante el apretamiento de las condiciones monetarias y financieras globales, el entorno de acentuada incertidumbre, las mayores presiones inflacionarias asociadas al conflicto geopolítico y al resurgimiento de casos de COVID-19 en China, y la posibilidad de mayores afectaciones al entorno inflacionario. Con base en ello, decidió por mayoría incrementar en 50 puntos base el objetivo para la Tasa de Interés Interbancaria a un día a un nivel de 7.00%. Con esta acción, la postura de política monetaria se ajusta a la trayectoria que se requiere para que la inflación converja a su meta de 3% dentro del horizonte de pronóstico.

En las próximas decisiones la Junta de Gobierno vigilará estrechamente las presiones inflacionarias, así como todos los factores que inciden en la trayectoria prevista para la inflación y en sus expectativas. Ello con el objetivo de determinar una tasa de referencia congruente en todo momento tanto con la convergencia ordenada y sostenida de la inflación 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. Ante un panorama más complejo para la inflación y sus expectativas se considerará actuar con mayor contundencia para lograr el objetivo de inflación.

### 4. VOTACIÓN

Victoria Rodríguez Ceja, Galia Borja Gómez, 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 50 puntos base a un nivel de 7.00%. Irene Espinosa Cantellano votó a favor de aumentar el objetivo para la Tasa de Interés Interbancaria a un día en 75 puntos base a un nivel de 7.25%.

### 5. OPINIONES/VOTOS DISIDENTES

**Voto.** Irene Espinosa Cantellano

Ante el recrudecimiento de las presiones inflacionarias, nuestras proyecciones para la inflación general se revisaron al alza para los próximos cinco trimestres, acumulándose once decisiones consecutivas en que las previsiones se ajustan al alza en parte o en todo el horizonte de

pronóstico. Asimismo, las expectativas de inflación de largo plazo se ajustaron marginalmente por encima de 3.5% por primera vez desde que se registra su medición. La aceleración de la inflación por encima de lo esperado ha propiciado que los ajustes en la postura monetaria instrumentados en meses recientes hayan tenido un efecto limitado sobre la tasa de interés real, que se mantiene por debajo del nivel requerido para lograr la convergencia a la meta de 3%. Frente a estos resultados, un entorno de mayor incertidumbre,

condiciones externas más adversas y un balance de riesgos para la inflación deteriorado y sesgado al alza, es indispensable actuar con determinación, firmeza y oportunidad. Aumentar el ritmo de ajuste de la postura monetaria a 75 puntos base es necesario para lograr la convergencia a la meta dentro del horizonte de planeación y reforzar la credibilidad en el compromiso de este Instituto Central con su mandato prioritario de mantener la estabilidad de precios.

## 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

Durante el primer trimestre del año la actividad económica mundial creció menos de lo esperado, ello ante el rebrote de casos de COVID-19 en algunos países, la persistencia en las disrupciones a las cadenas de suministro ante la reimposición de restricciones a la movilidad en algunas regiones de China y las repercusiones económicas derivadas del conflicto militar entre Rusia y Ucrania. La actividad económica se ha visto afectada de manera heterogénea entre países dependiendo de la relación comercial con Rusia y Ucrania y la exposición de cada país al incremento en los precios de las materias primas, factores que han acentuado las divergencias que venían registrándose por los efectos de la pandemia y por las distorsiones a las cadenas de suministro. Los efectos negativos de estos nuevos choques han resultado en una disminución significativa en los índices de actividad de los gerentes de compras, particularmente en países como Rusia y China, con el componente de producción futura anticipando una reducción más generalizada entre sectores y países (Gráfica 1).

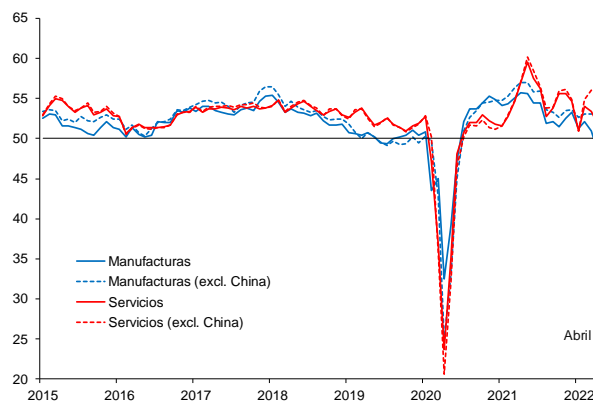
La inflación global siguió aumentando, presionada por los cuellos de botella, la recuperación de la demanda y los elevados precios de alimentos y energéticos. Con ello, la inflación en la mayoría de las economías avanzadas y emergentes se mantuvo por encima de los objetivos de sus respectivos bancos centrales. Así, un amplio número de bancos centrales de economías emergentes siguió incrementando sus tasas de referencia. El aumento en la inflación global continúa generando expectativas de una reducción más acelerada del estímulo monetario a nivel global. Las condiciones financieras tuvieron un apretamiento adicional, donde las tasas de interés aumentaron y el dólar se

fortaleció, en un contexto de mayor aversión al riesgo.

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

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

Índice de difusión, a. e.



a. e. / Cifras con ajuste estacional.

Fuente: IHS Markit.

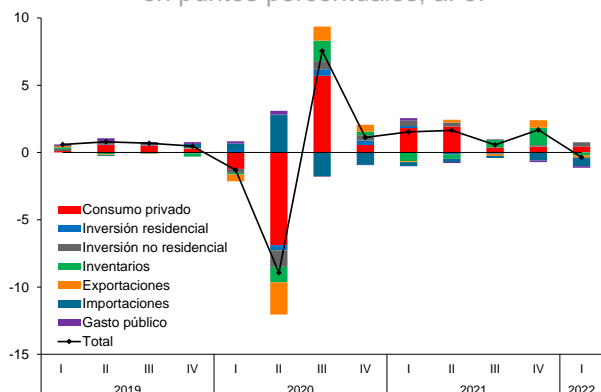
En Estados Unidos, la actividad económica se contrajo durante el primer trimestre del año a una tasa trimestral ajustada por estacionalidad de 0.4%, tras expandirse a una tasa de 1.7% el trimestre previo (Gráfica 2).<sup>1</sup> La caída en el PIB refleja una contribución negativa de la inversión en inventarios, del gasto público y de las exportaciones netas, esto último resultado de un marcado incremento en las importaciones y de una contracción en las exportaciones. Lo anterior contrastó con el mayor dinamismo de la demanda interna del sector privado, encabezada por el gasto en consumo, especialmente en bienes duraderos, y de la inversión no residencial, particularmente del rubro de maquinaria y equipo.

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

cuarto trimestre de 2021 fue de 6.9% y de -1.4% durante el primer trimestre de 2022.

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

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



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

La producción industrial en Estados Unidos aumentó 0.9% a tasa mensual en marzo, después de registrar un crecimiento de la misma magnitud durante febrero. La recuperación se explicó principalmente por un aumento de 1.7% en la producción minera ante el incremento en las actividades de extracción de petróleo y gas. Por su parte, la generación de gas para consumo doméstico y electricidad se expandió a una tasa mensual de 0.4% respondiendo a la mayor demanda por calefacción debido a las bajas temperaturas registradas. Respecto a la actividad manufacturera, la producción del sector se expandió 0.9% en marzo, luego de incrementarse 1.2% durante febrero, si bien continúa afectada por los cuellos de botella y la escasez de semiconductores. El índice de gerentes de compras del sector manufacturero sugiere que la expansión continuará, si bien seguirá limitada por las distorsiones en las cadenas de suministro.

El mercado laboral en Estados Unidos siguió registrando una mejoría durante marzo y abril, por lo que continúa extremadamente apretado. La nómina no agrícola aumentó en 428 mil plazas mensuales en promedio, después de crecer en 714 mil plazas en febrero, reflejando, principalmente, un crecimiento en los rubros de ocio y hospitalidad, y en menor medida en los servicios profesionales, educación y salud y manufacturas. Por su parte, la tasa de desempleo disminuyó de 3.8% en febrero a 3.6% en abril. Además, la demanda de trabajadores se mantiene sólida y, aunque la tasa de participación

<sup>2</sup> Expresado como tasa trimestral anualizada ajustada por estacionalidad, la variación del PIB de la zona del euro fue de 1.2% en el cuarto trimestre de 2021 y de 0.8% en el primer trimestre de 2022.

labora se ha venido recuperando, la oferta de mano de obra sigue siendo débil. La tasa de plazas vacantes se mantiene elevada y el crecimiento de los salarios sigue registrando niveles elevados.

En la zona del euro, la actividad económica moderó ligeramente su ritmo de expansión durante el primer trimestre del año al crecer a una tasa trimestral ajustada por estacionalidad de 0.2%, tras registrar un crecimiento de 0.3% durante el cuarto trimestre de 2021.<sup>2</sup> La débil expansión en la actividad económica fue resultado de las restricciones para contener la ola de contagios de la variante ómicron, de la persistencia de los cuellos de botella, del repunte en los precios de los energéticos y de los alimentos, y de las afectaciones al comercio y a la producción derivadas del conflicto militar entre Rusia y Ucrania. La tasa de desempleo disminuyó de 6.9% en febrero a 6.8% en marzo. Los índices de gerentes de compras continúan apuntando a una recuperación de la actividad de servicios ante el relajamiento de las restricciones para hacer frente a los contagios por COVID-19 y a un menor ritmo de crecimiento de la actividad manufacturera, destacando el deterioro en los componentes de expectativas de producción derivado del conflicto en Ucrania y las disrupciones en las cadenas de suministro.

En Japón, la información disponible sugiere que, luego de expandirse a una tasa trimestral ajustada por estacionalidad de 1.1% durante el cuarto trimestre de 2021, la actividad económica se contrajo en el primer trimestre de 2022.<sup>3</sup> Ello como reflejo de un deterioro en el gasto en consumo de los hogares ante el repunte de casos de COVID-19 y la menor movilidad desde el inicio de 2022, si bien los indicadores oportunos sugieren un repunte de la actividad económica a finales del periodo tras el levantamiento de las restricciones a la movilidad. En este entorno, la tasa de desempleo disminuyó de 2.7% en febrero a 2.6% en marzo. Los índices de gerentes de compras sugieren un repunte en la actividad del sector de servicios y apuntan a un menor ritmo de expansión en el sector manufacturero ante las continuas disrupciones en las cadenas de producción.

En las principales economías emergentes, los indicadores disponibles sugieren un menor crecimiento durante el primer trimestre del año, si bien con una marcada heterogeneidad entre países

<sup>3</sup> Expresado como tasa trimestral anualizada ajustada por estacionalidad, la variación del PIB de Japón fue de 4.6% el cuarto trimestre de 2021.

y regiones, en función de la evolución de la pandemia y de la exposición de cada país a las afectaciones en las cadenas globales de suministro y a los efectos adversos del conflicto bélico entre Rusia y Ucrania. En Asia Emergente, la información disponible indica un debilitamiento en el ritmo de crecimiento del PIB en la mayoría de las economías. En China, se registró un menor ritmo de crecimiento durante el primer trimestre de 2022, al pasar de una tasa trimestral ajustada por estacionalidad de 1.5% durante el cuarto trimestre de 2021 a una de 1.3% en el primer trimestre de 2022, reflejando las restricciones impuestas en varias ciudades y provincias para contener el aumento reciente de contagios por COVID-19.<sup>4</sup> En América Latina, los indicadores disponibles apuntan a un comportamiento heterogéneo, destacando el posible debilitamiento de la actividad económica ante la menor movilidad asociada a la última ola de contagios en países como Chile y a la gradual recuperación en países como Brasil y México. En Europa Emergente, los indicadores disponibles sugieren una moderación en el ritmo de recuperación de algunos países, así como una fuerte contracción que se prevé en Ucrania y Rusia derivada del conflicto bélico y de las sanciones económicas impuestas a Rusia.

Los precios internacionales de las materias primas registraron un comportamiento mixto desde la última decisión de política monetaria en México. Los precios del petróleo, tras alcanzar durante marzo su nivel más alto desde 2008, retrocedieron parcialmente debido a la liberación coordinada de reservas estratégicas de petróleo por parte de las principales economías avanzadas, la posibilidad de un nuevo acuerdo nuclear con Irán que permitiría la reanudación de sus exportaciones de petróleo, así como la moderación de la demanda de petróleo ante la imposición de medidas de confinamiento en China por el aumento de casos de COVID-19. No obstante, en las últimas semanas, las cotizaciones del petróleo mostraron episodios de volatilidad ante la propuesta en la Unión Europea para eliminar progresivamente las importaciones de petróleo ruso en los próximos 6 meses y el compromiso del G-7 para eliminar gradualmente su dependencia de los energéticos provenientes de Rusia. Los precios de referencia del gas natural mostraron comportamientos mixtos entre regiones, aumentando en el mercado estadounidense ante las bajas temperaturas y el incremento de sus exportaciones de gas natural, y disminuyendo en Europa durante la mayor parte del

periodo ante la menor demanda proveniente de China y las mejores condiciones climáticas. A finales de abril se registraron episodios de volatilidad en el mercado europeo luego de que Rusia interrumpiera el suministro de gas a Polonia y Bulgaria por desacuerdos en la divisa de pago, y nuevamente en la segunda semana de mayo, al registrarse interrupciones en los envíos de gas natural de Rusia a través de gasoductos en Ucrania y Polonia. Los precios de referencia de los metales industriales mostraron en general una tendencia a la baja ante las preocupaciones de una menor demanda de China por una disminución en su actividad debido a las restricciones implementadas para contener el incremento de casos de COVID-19. Los precios de los granos también retrocedieron a inicios de abril ante la menor demanda de China, si bien en semanas posteriores la mayoría de las cotizaciones de los granos se incrementaron nuevamente como resultado de la incertidumbre respecto al suministro proveniente de Rusia y Ucrania, a medida que el conflicto armado se ha prolongado.

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

La inflación a nivel mundial siguió aumentando, alcanzando en algunos casos su mayor nivel en cuatro décadas, impulsada por un aumento más generalizado de los precios, destacando el alza en los precios de los energéticos y de los alimentos. Ello como resultado de la recuperación de la demanda y de la persistencia de los cuellos de botella en la producción. Este último factor ha sido afectado particularmente por el rebrote de casos de COVID-19 en China y por el conflicto entre Ucrania y Rusia y por las sanciones impuestas a Rusia. A su vez, la invasión a Ucrania ha continuado presionando los precios de las materias primas.

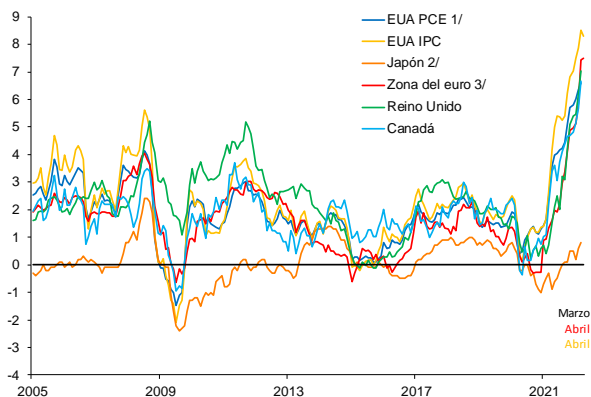
En la mayoría de las principales economías avanzadas, las inflaciones general y subyacente siguieron aumentando, manteniéndose por encima de los objetivos de sus bancos centrales, con excepción de Japón, cuya inflación continúa en niveles bajos (Gráfica 3). En particular, en Estados Unidos, el deflactor del gasto en consumo personal aumentó de 6.3% a tasa anual en febrero a 6.6% en marzo, su mayor nivel desde enero de 1982, reflejando un aumento en la inflación de los energéticos y de los alimentos. Por su parte, su componente subyacente disminuyó de 5.3 a 5.2% en el mismo periodo, ante una desaceleración en la

<sup>4</sup> Expresado como tasa anual, el crecimiento del PIB de China fue de 4.0% en el cuarto trimestre de 2021 y de 4.8% en el primer trimestre de 2022.

inflación de los servicios y de los bienes; entre estos últimos destaca la menor inflación de los vehículos de motor. En este contexto, desde la última decisión de política monetaria del Banco de México las expectativas de inflación de corto plazo provenientes de encuestas siguieron aumentando de forma importante para estas economías, al tiempo que aquellas de mayor plazo, derivadas de instrumentos financieros y encuestas se mantuvieron relativamente estables.

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

Variación anual en por ciento

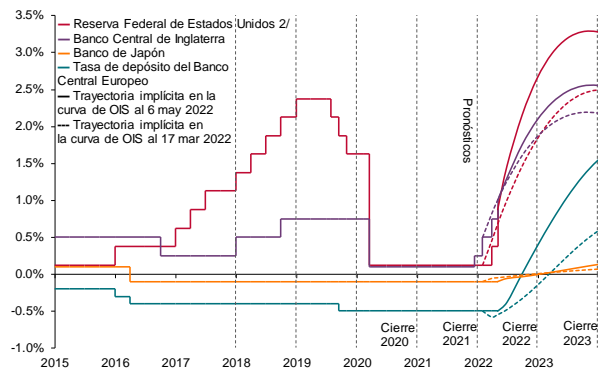


1/ Se emplea el deflactor del gasto en consumo personal.  
2/ Excluye alimentos frescos. Esta serie no excluye el efecto del incremento del impuesto al consumo en mayo de 2014 y octubre de 2019, ni el efecto del programa de guardería y educación preescolar gratuita en octubre de 2019.  
3/ Cifras preliminares para abril.  
Fuente: Bureau of Economic Analysis, Bureau of Labor Statistics, Eurostat, Bank of Japan, Statistics Canada, Office for National Statistics.

Del mismo modo, en la mayoría de las principales economías emergentes, la inflación continuó aumentando, manteniéndose por encima del objetivo de sus bancos centrales, con excepción de China. La mayor inflación ha sido resultado, principalmente, de incrementos en los precios de los energéticos y de los alimentos que se han visto acentuados por el conflicto militar entre Rusia y Ucrania, de presiones en los precios de otros bienes derivadas de los desbalances entre demanda y oferta y de las continuas interrupciones en las cadenas de suministro, así como de una gradual recuperación de los precios de los servicios.

En este contexto de persistentes presiones inflacionarias, los bancos centrales de la mayoría de las principales economías avanzadas han continuado con la reducción del estímulo monetario, incluso algunos acelerando dicho proceso. En algunos casos, como los bancos centrales de Suecia y Australia incrementaron sus tasas de política monetaria por primera vez desde el inicio de la pandemia, mientras que la Reserva Federal de Estados Unidos y los bancos centrales de Canadá, Corea, Inglaterra, Noruega y Nueva Zelanda continuaron elevando sus tasas. Respecto a sus programas de compras de activos, algunos han iniciado o anunciado una fecha de inicio para la reducción gradual de ciertos activos, otros concluyeron compras y se encuentran en etapa de reinversión o continúan con ciertos programas de compras de activos. Lo anterior, aunado al continuo aumento de la inflación global ha seguido generando expectativas de una reducción más acelerada del estímulo monetario a nivel global, mediante mayores incrementos en las tasas de interés y la disminución del tamaño de las hojas de balance de los bancos centrales. En particular, las expectativas extraídas de instrumentos financieros prevén un ritmo de alzas en las tasas de interés en la mayoría de las principales economías avanzadas considerablemente más rápido de lo que se esperaba anteriormente, anticipando incrementos a lo largo de los próximos años (Gráfica 4).

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



1/ OIS: Swap de tasa de interés fija por flotante en donde esta última está ligada a la referencia efectiva a un día.  
2/ Para la tasa de referencia observada de Estados Unidos se utiliza la tasa de interés promedio del rango objetivo de la tasa de fondos federales (0.75% - 1%).  
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 mayo, la Reserva Federal aumentó en 50 puntos base el rango objetivo de la tasa de fondos federales para ubicarlo entre 0.75 y 1.00% y anticipó futuros incrementos. Al respecto, el presidente de dicha Institución señaló que están en curso de mover su tasa de política expeditamente a niveles más normales y que, suponiendo que las condiciones económicas y financieras evolucionen de acuerdo con las expectativas, hay una amplia percepción en el Comité Federal de Mercado Abierto (*FOMC*) de que aumentos adicionales de 50 puntos base podrían considerarse para las próximas dos reuniones. En relación al balance de la Reserva Federal, el *FOMC* decidió comenzar a reducir sus tenencias de valores del Tesoro, de deuda de agencias y valores respaldados por hipotecas de agencias a partir del 1 de junio, mediante ajustes en los montos de reinversión de los pagos de principal de dichos valores, los cuales se reinvertirán en la medida que excedan ciertos límites mensuales que se describen en los Planes para Reducir el Tamaño del Balance de la Reserva Federal. Dicho límite será inicialmente de 30 mil millones de dólares por mes para los valores del Tesoro y de 17.5 mil millones de dólares por mes para los valores de deuda de agencias y valores respaldados por hipotecas de agencias. Después de tres meses dicho límite aumentará a 60 y 35 mil millones por mes, respectivamente. En este contexto, la trayectoria esperada para la tasa de fondos federales implícita en instrumentos financieros se ha revisado al alza durante el periodo que se reporta y refleja, con base en la última información disponible, un alza en la tasa de interés al cierre de 2022 a un nivel de 2.65%, mayor a la esperada con base en la mediana de las expectativas de marzo del Comité 1.9%.
- ii) En su reunión de abril, el Banco Central Europeo mantuvo sin cambio sus tasas de refinanciamiento, de préstamos y de depósitos, en 0.0, 0.25 y -0.5%, respectivamente. Además, reiteró su guía respecto a la trayectoria futura de sus tasas de interés y señaló nuevamente que cualquier ajuste a las tasas de interés será gradual y tendrá lugar algún tiempo después de que finalicen las compras netas en el marco del Programa de Compra de Activos (*APP*). Respecto de este último, mantuvo sin cambio el ritmo de reducción de sus compras para los

próximos meses y enfatizó que la nueva información reforzaba la expectativa de que las compras bajo dicho programa deberían concluir en el tercer trimestre de este año y agregó que el Consejo de Gobierno mantendrá opcionalidad, gradualidad y flexibilidad en la conducción de la política monetaria. En relación a su Programa de Emergencia por la Pandemia (*PEPP*) concluyó las compras netas de activos a finales de marzo conforme a lo que había señalado previamente y reiteró que tiene la intención de reinvertir por lo menos hasta finales de 2024 los pagos de principal de los valores que alcancen su vencimiento.

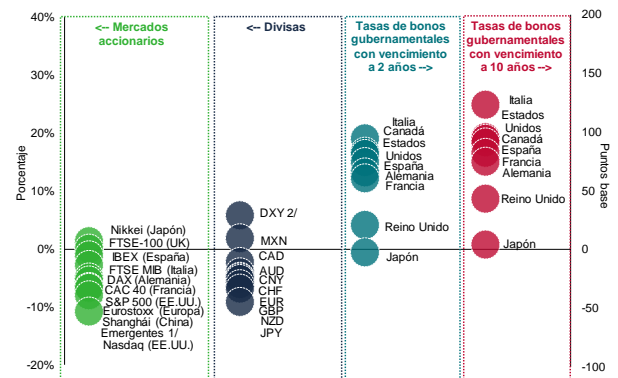
- iii) En su reunión de abril, el Banco de Japón mantuvo sin cambio la tasa de referencia en -0.1% y el objetivo de la tasa de 10 años en alrededor de cero. Reafirmó que espera que las tasas de interés se mantengan en sus niveles actuales o incluso menores. Además, como parte de su estrategia de control de la curva, clarificó que ofrecerá comprar bonos gubernamentales a 10 años a 0.25% cada día hábil mediante operaciones de compra a tasa fija, a menos que sea altamente probable que no se presenten ofertas. Respecto a su programa de compras de papel comercial y bonos corporativos, reiteró que las realizará al mismo ritmo que antes de la pandemia por COVID-19, de tal manera que sus montos en circulación regresen gradualmente a los niveles previos a la pandemia.

Desde la última decisión de política monetaria en México, un amplio número de bancos centrales en las principales economías emergentes, en su mayoría de América Latina y Europa del Este, siguió incrementando sus tasas de interés de referencia; entre ellos se encuentran los de Chile, Colombia, Perú, Brasil, Hungría, República Checa, Polonia y Sudáfrica, a la vez que los de Israel, India y Malasia incrementaron su tasa por primera vez desde el inicio de la pandemia. Destaca que el banco central de Rusia, después de haber incrementado en febrero su tasa de interés de 9.5 a 20.0%, en abril sorprendió al mercado al anunciar dos recortes de su tasa de 300 puntos base cada uno, llevándola a un nivel de 14.0%. Por su parte, el banco central de China recortó su razón de requerimientos de reservas (*RRR*) de 11.50 a 11.25% y anunció otras medidas de provisión de liquidez para ciertos sectores afectados por la pandemia de COVID-19.

Los mercados financieros internacionales registraron, particularmente a partir de la segunda mitad de abril, un aumento de la volatilidad y de la

aversión al riesgo (Gráfica 5). Lo anterior en un contexto en el que se impusieron restricciones a la movilidad en China por el rebrote de casos de COVID-19, continuó la invasión a Ucrania y la imposición de sanciones a Rusia, así como los elevados niveles de inflación y la expectativa de una reducción más acelerada del estímulo monetario en las principales economías avanzadas. Además, las condiciones financieras tuvieron un apretamiento adicional durante el periodo. En particular, los mercados accionarios de la mayoría de las principales economías avanzadas y emergentes exhibieron un comportamiento negativo ante el contexto descrito. En los mercados cambiarios, el dólar se fortaleció significativamente respecto a la mayoría de las divisas de economías avanzadas y emergentes, alcanzando niveles máximos en dos décadas, en un entorno de mayor aversión al riesgo y ante la reducción del estímulo monetario y la expectativa de que dicho retiro se dé a un ritmo más acelerado por parte de la Reserva Federal. En contraste, el euro y el yen se depreciaron de manera importante, alcanzando este último su nivel más bajo en alrededor de 20 años, ante la divergencia entre la política monetaria expansiva del Banco de Japón y el retiro del estímulo monetario por parte de los bancos centrales de otras economías avanzadas. Las divisas de las economías emergentes observaron, en general, depreciaciones, aunque el rublo ruso revirtió las pérdidas registradas previamente como resultado del inicio de la invasión a Ucrania (Gráfica 6). Las tasas de interés de bonos gubernamentales de largo plazo de la mayoría de las principales economías avanzadas y emergentes aumentaron, destacando también el importante incremento en las tasas de corto plazo en algunos casos, como reflejo del retiro del estímulo monetario y de la expectativa de que dicho proceso se dé a un ritmo más acelerado. En el caso de Estados Unidos, lo anterior contribuyó a que la pendiente de la curva de rendimientos medida por el diferencial entre las tasas de interés de los bonos a 10 y 2 años, se invirtiera temporalmente a inicios de abril, ubicándose en terreno negativo por primera vez desde 2019. Desde la última decisión de política monetaria en México, los flujos de capital hacia economías emergentes continuaron mostrando un comportamiento diferenciado por activo. Por un lado, en la mayoría de los casos se observaron entradas a los mercados de renta variable, principalmente hacia China, mientras que en los mercados de renta fija se observaron flujos de salida a partir de mediados de abril, igualmente destacando el caso de China, ante una expectativa de una política monetaria más acomodaticia en esa economía.

**Gráfica 5**  
**Variación de Indicadores Financieros**  
**Seleccionados del 17 de marzo de 2022 al 6 de mayo de 2022**  
 Porcentaje; puntos base



1/ Índice MSCI de países emergentes que incluye a 24 países.  
 2/ DXY: promedio ponderado calculado por el Intercontinental Exchange (ICE) del tipo de cambio nominal de las seis principales divisas operadas mundialmente con los siguientes pesos: EUR: 57.6%, JPY: 13.6%, GBP: 11.9%, CAD: 9.1%, SEK: 4.2%, y CHF: 3.6%.  
 Fuente: Bloomberg y ICE.

**Gráfica 6**  
**Desempeño de activos de países emergentes**  
**seleccionados a partir del 18 de marzo de 2022**  
 Porcentaje, puntos base

Región	País	Divisas	Bolsas	Tasas de interés 2A	Tasas de interés 10A	CDS
América Latina	México	-0.04%	-10.68%	65	82	41
	Brasil	-1.11%	-8.82%	53	58	27
	Chile	-6.84%	-0.33%	37	59	34
	Colombia	-6.21%	1.07%	63	109	76
	Perú	-0.86%	-16.67%	194	174	50
Europa emergente	Rusia	32.92%	-3.14%	-1,790	-1,317	3,088
	Polonia	-4.62%	-14.53%	167	232	15
	Turquía	-1.52%	14.13%	-269	-384	53
	Rep. Checa	-5.75%	-1.76%	135	124	-2
	Hungría	-7.12%	-5.09%	114	148	19
Asia	China	-5.77%	-7.60%	6	2	23
	Malasia	-4.52%	-2.64%	127	78	31
	India	-2.19%	-5.86%	133	69	8
	Filipinas	-0.28%	-3.54%	78	30	36
	Tailandia	-3.86%	-4.41%	134	107	0
	Indonesia	-1.51%	-0.65%	103	53	19
África	Sudáfrica	-8.57%	-10.87%	7	50	58

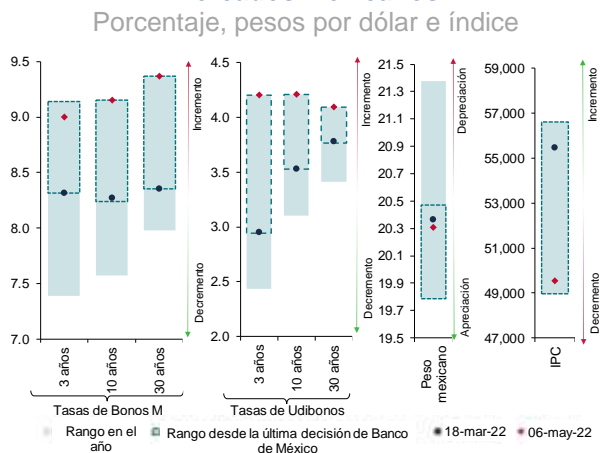
Nota: Un movimiento positivo en las divisas indica apreciación. Las tasas de interés mostradas corresponden a los bonos gubernamentales en los plazos especificados, con excepción de Hungría, donde se utilizó la tasa de interés del bono gubernamental de tres años. Por otro lado, para Filipinas se utilizó 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 el tipo de cambio se mantuvo prácticamente sin cambio en su cotización frente al dólar y las tasas de interés mostraron incrementos generalizados, similares a los de otros mercados de renta fija a nivel global, en un periodo caracterizado por un ligero aumento de la volatilidad (Gráfica 7).

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



Fuente: Elaboración de Banco de México

La moneda nacional operó en un rango de 85 centavos, entre 19.79 y 20.64 pesos por dólar, terminando el periodo con una depreciación marginal de 0.04% (Gráfica 8). Ello en un contexto en el que las condiciones de operación, tanto realizadas como prospectivas, mostraron pocas variaciones con respecto al periodo anterior.

Las tasas de interés de los valores gubernamentales presentaron movimientos al alza, en línea con los movimientos observados en las curvas de rendimiento a nivel global (Gráfica 9), observándose incrementos de hasta 73 puntos base en los nodos de corto plazo y hasta de 102 puntos base en los instrumentos de mayor duración. Asimismo, la curva de rendimientos de instrumentos a tasa real mostró una dinámica de aplanamiento, con incrementos de hasta 125 puntos base en el segmento de corto plazo y hasta de 38 puntos base en los instrumentos de mayor duración. En este contexto, las primas de compensación por inflación y riesgo inflacionario implícita en los diferenciales entre las tasas nominales y reales de instrumentos de mercado mostraron movimientos de entre -10 y 70 puntos

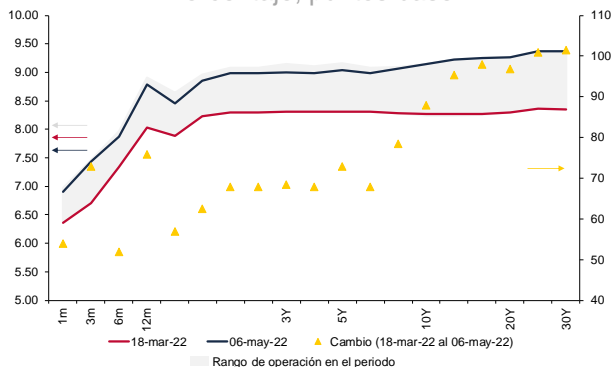
base a lo largo de todos sus plazos (Gráfica 10). Estos movimientos ocurrieron en un entorno en el que las condiciones de operación mostraron una mejora durante el periodo que comprende la decisión de política monetaria.

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



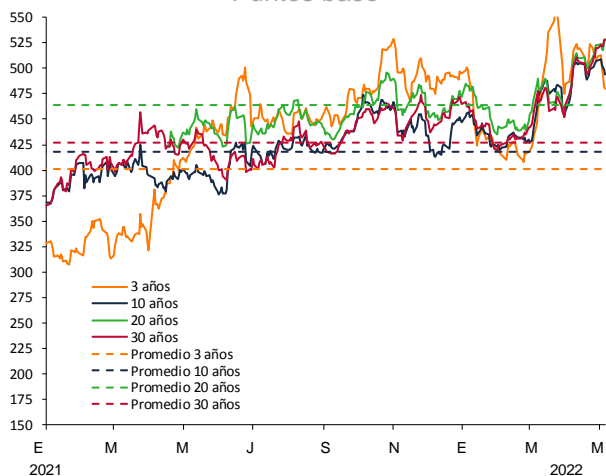
Fuente: Elaboración de Banco de México

**Gráfica 9**  
Curva de Rendimiento de Valores Gubernamentales a Tasa Nominal



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

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

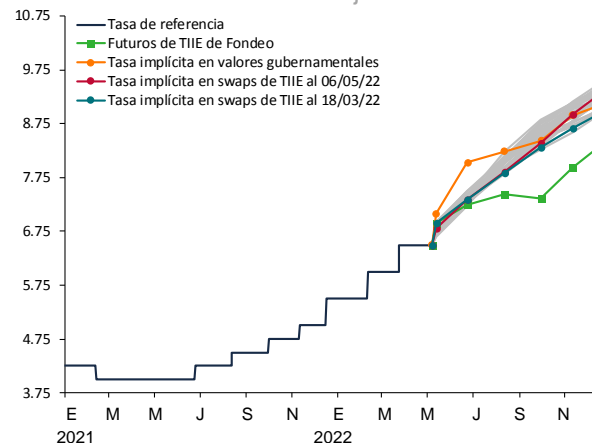


Fuente: PIP

En lo que concierne a las expectativas de la trayectoria de la tasa de referencia de política monetaria, la información implícita en la curva de *swaps* de tasas de interés se incorpora un incremento de alrededor de 84 puntos base entre las reuniones de mayo y junio de 2022, mientras que para el cierre de 2022 apunta a una tasa cercana a 9.27% (Gráfica 11). Por otro lado, la mayoría de los analistas encuestados por Citibanamex anticipan que la tasa de interés de referencia se incremente 50 puntos base a 7.00% en la decisión de mayo, mientras que para finales de 2022 anticipan una tasa de 8.50%.

<sup>5</sup> 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 11**  
**Tasa de Fondo Implícita en la Curva de Swaps**  
**de TIE**  
 Porcentaje



Fuente: Elaboración de Banco de México con datos Bloomberg.

### A.2.2. Actividad económica en México

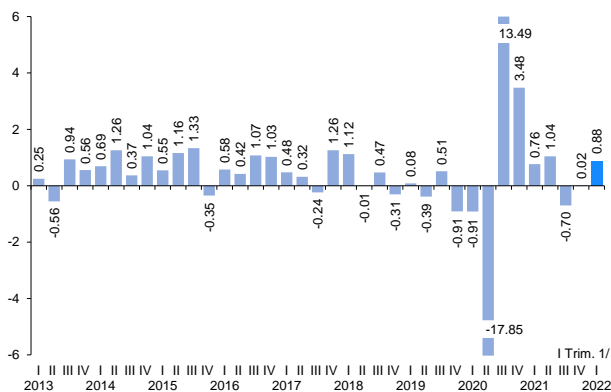
Después del débil desempeño observado en el último trimestre de 2021, de acuerdo con la estimación oportuna del PIB de México publicada por el INEGI, durante el primer trimestre de 2022 la actividad económica presentó una reactivación (Gráfica 12). No obstante, se mantiene un entorno incierto debido a la persistencia de algunas disrupciones en las cadenas globales de suministro, el conflicto entre Rusia y Ucrania, y la evolución de la pandemia a nivel mundial.

Con relación a la demanda externa, en el primer trimestre de 2022 tanto el valor de las exportaciones automotrices como del resto de las manufactureras siguieron expandiéndose (Gráfica 13).<sup>5</sup> Por destino, las exportaciones manufactureras dirigidas a Estados Unidos y al resto del mundo mantuvieron una trayectoria al alza.

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

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

Variaciones porcentuales trimestrales, a. e.



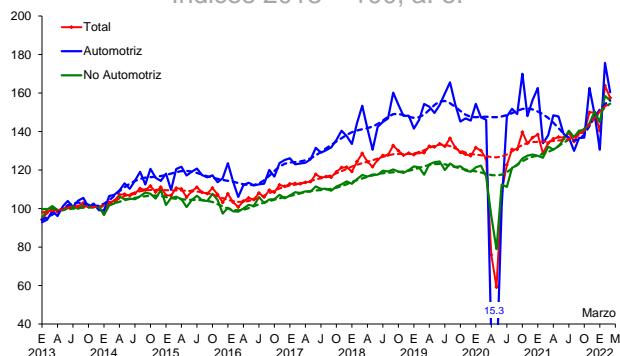
a. e. / Cifras con ajuste estacional.

1/ La cifra correspondiente al primer trimestre de 2022 se refiere a la estimación oportuna del PIB trimestral publicada por el INEGI.

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

**Gráfica 13**  
**Exportaciones Manufactureras Totales**

Índices 2013 = 100, a. e.



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

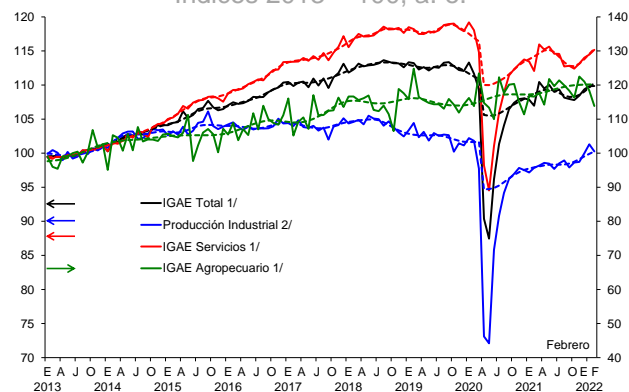
Fuente: Banco de México con base en SAT, SE, Banco de México, INEGI. Balanza Comercial de Mercancías de México. SNIEG. Información de Interés Nacional.

Por el lado de la demanda interna, con base en su indicador mensual, en febrero de 2022 el consumo privado siguió recuperándose, acumulando ocho meses consecutivos con aumentos en el margen y situándose por arriba de nivel registrado en febrero de 2020. A su interior, el consumo de bienes mostró dinamismo, en tanto que el consumo de servicios continuó recuperándose. Por su parte, en febrero la inversión fija bruta revirtió parte de la recuperación registrada en los meses previos, manteniéndose por debajo del nivel previo a la emergencia sanitaria. En cuanto a sus componentes, el gasto de inversión en construcción más que revirtió el repunte registrado en enero, mientras que el rubro de maquinaria y equipo siguió expandiéndose.

Por el lado de la producción, en el primer bimestre del año la actividad industrial continuó reactivándose (Gráfica 14). Ello como resultado, principalmente, del dinamismo de las manufacturas (Gráfica 15), a pesar de la persistencia de algunas interrupciones en las cadenas globales de suministro. En contraste, se acentuó la trayectoria negativa de la construcción, al tiempo que la minería mostró volatilidad, con un importante repunte en enero que se revirtió en febrero. Por su parte, las actividades terciarias siguieron recuperándose en el periodo enero-febrero, si bien persistió cierta heterogeneidad a su interior. Destacaron las contribuciones positivas de los servicios de transporte e información en medios masivos, del comercio y de los servicios financieros e inmobiliarios.

**Gráfica 14**  
**Indicador Global de la Actividad Económica**

Índices 2013 = 100, a. e.

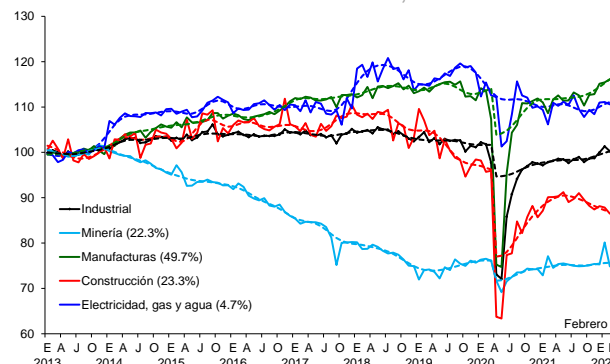


a. e. / Serie con ajuste estacional y serie de tendencia. La primera se representa con la línea sólida y la segunda con la punteada.

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

**Gráfica 15**  
**Actividad Industrial 1/**

Índices 2013 = 100, a. e.



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

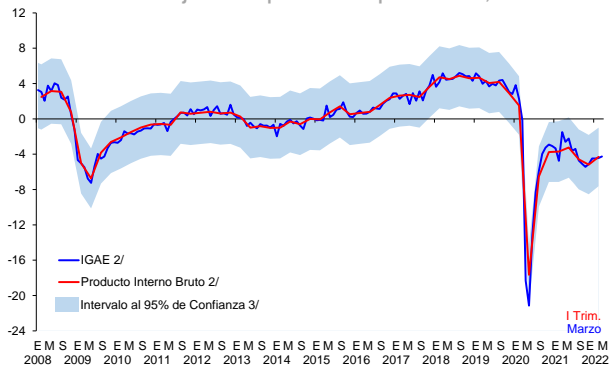
1/ Las cifras entre paréntesis corresponden a su participación en el total en 2013.

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

En cuanto a la posición cíclica de la economía, en el primer trimestre de 2022 se estima que las condiciones de holgura se redujeron respecto del trimestre previo, aunque mantienen una amplitud considerable (Gráfica 16). A su vez, en febrero y marzo diversos indicadores del mercado laboral exhibieron una mejoría, en un contexto de menores contagios de COVID-19. En particular, las tasas de desocupación nacional y, especialmente, la urbana disminuyeron, ubicándose al cierre del primer trimestre en su menor nivel desde marzo de 2020 (Gráfica 17). Ello en un contexto en el que la tasa de participación laboral y, en mayor medida, la razón de ocupación a población en edad de trabajar aumentaron. Por su parte, con cifras ajustadas por estacionalidad, en marzo de 2022 la creación neta de puestos de trabajo afiliados al IMSS mantuvo una tendencia al alza. Finalmente, en febrero el costo unitario de la mano de obra en el sector manufacturero presentó un crecimiento en el margen, luego de cuatro caídas consecutivas (Gráfica 18).

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

Porcentajes del producto potencial, a. e.



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

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

2/ Cifras del PIB oportuno al primer trimestre de 2022 y del IGAE implícito a marzo de 2022, congruente con dicha cifra oportuna.

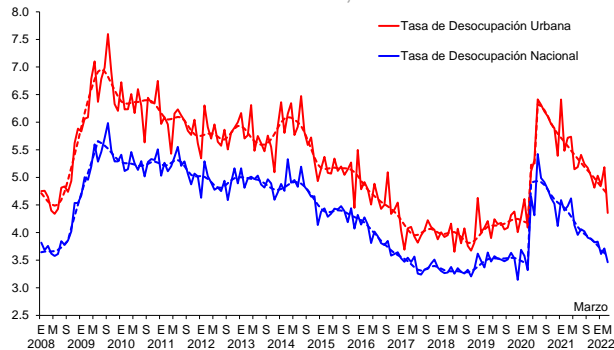
3/ Intervalo de confianza de la brecha del producto calculado con un método de componentes no observados.

4/ Excluye la extracción de petróleo y gas, los servicios relacionados con la minería y la fabricación de productos derivados del petróleo y del carbón.

Fuente: Elaboración de Banco de México con información del INEGI.

**Gráfica 17**  
**Tasa de Desocupación Nacional y Tasa de Desocupación Urbana**

Por ciento, a. e.

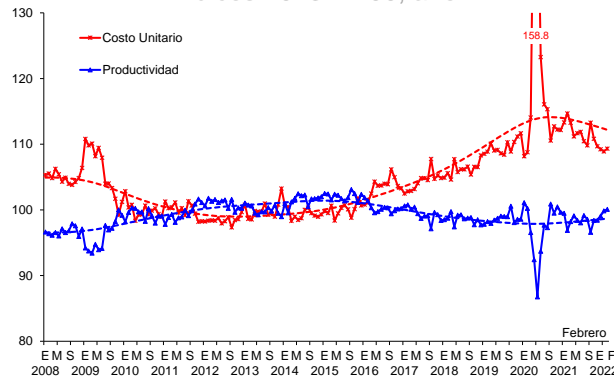


a. e. / Serie con ajuste estacional y serie de tendencia. La primera se representa con la línea sólida y la segunda con la punteada.

Fuente: Elaboración de Banco de México con información de la ENOE, ETOE (de abril a junio de 2020) y ENOE nueva edición (ENOE<sup>N</sup>) (de julio en adelante).

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

Índices 2013 = 100, a. e.



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

1/ Productividad con base en las horas trabajadas.

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

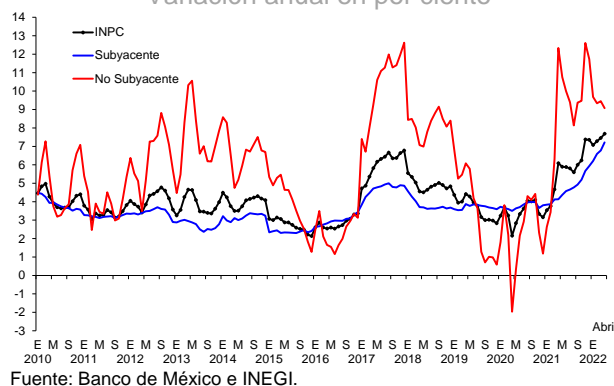
En marzo de 2022, el financiamiento interno a las empresas siguió moderando una contracción en términos reales a tasa anual. A su interior, el crédito bancario a las empresas continuó reduciéndose a tasa real anual, si bien cada vez a un menor ritmo desde el tercer trimestre de 2021. Ello, en un contexto en el que la demanda de crédito de las empresas siguió recuperándose, mientras que las condiciones de otorgamiento continuaron siendo estrechas respecto al inicio de la pandemia, aunque estas se han venido relajando para las empresas de menor tamaño desde la segunda mitad de 2021. Por su parte, las emisiones netas de deuda corporativa en el mercado interno fueron negativas en el primer trimestre de este año, por lo que siguieron mostrando atonía. En cuanto al crédito a los hogares, la cartera de vivienda de la banca comercial recuperó dinamismo en comparación con meses previos. A su vez, el crédito bancario vigente al consumo registró por tercer mes consecutivo una variación real anual positiva, como resultado, principalmente, del dinamismo sostenido del crédito de nómina y de la cartera de tarjetas de crédito. Ello en un contexto en el que la demanda de crédito por parte de los hogares se ha ido recuperando gradualmente. Las condiciones de otorgamiento de crédito a la vivienda se mantuvieron estables, mientras que en la cartera de consumo estas se relajaron en el primer trimestre del año.

Las tasas de interés del crédito bancario a las empresas han seguido la dinámica de la tasa de fondeo bancario. En el primer trimestre de 2022, los márgenes de intermediación del crédito a las empresas se redujeron ligeramente, por lo que se encuentran en general en niveles inferiores a los observados antes de la pandemia. A su vez, las tasas de interés del crédito a la vivienda se mantuvieron en niveles alrededor de sus mínimos históricos. En tanto, en diciembre de 2021 las tasas de interés de tarjetas de crédito registraron un nivel similar al observado durante el tercer trimestre de ese año, mientras que las de créditos personales se incrementaron. Así, los márgenes de intermediación del crédito al consumo continuaron situándose en niveles superiores a los observados antes de la pandemia. Respecto de la calidad de la cartera, en marzo de 2022 los índices de morosidad del crédito a las empresas y a la vivienda continuaron en niveles bajos. Por último, los índices de morosidad de la cartera de consumo se mantuvieron en niveles inferiores a los registrados antes del inicio de la pandemia, aunque continúan siendo elevados.

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

La inflación general anual aumentó de 7.45% en marzo de 2022 a 7.68% en abril (Gráfica 19 y Cuadro 1). Este resultado se explica por un incremento en la contribución del componente subyacente de 33 puntos base a la inflación general y una disminución de 10 puntos base en la incidencia del componente no subyacente. Así, la inflación subyacente mantuvo una tendencia al alza, en tanto que la no subyacente presenta una resistencia a disminuir desde niveles elevados.

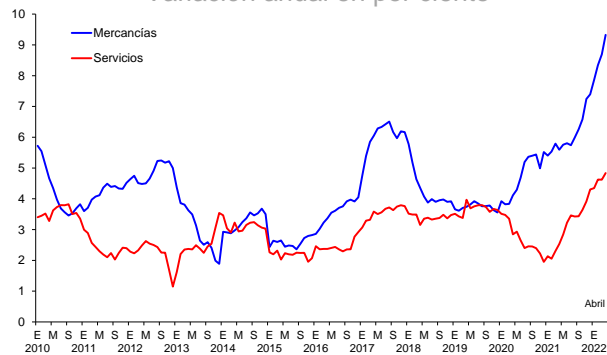
**Gráfica 19**  
**Índice Nacional de Precios al Consumidor**  
Variación anual en por ciento



Entre marzo y abril de 2022, la inflación subyacente anual se incrementó de 6.78 a 7.22%. Este componente siguió afectado de manera importante por diversos choques derivados de la pandemia de COVID-19, además de que ha resentido el aumento en los precios de las materias primas, alimenticias y energéticas, asociado al conflicto bélico entre Rusia y Ucrania. En el caso de las mercancías, su inflación anual aumentó de 8.69 a 9.33% en las fechas señaladas (Gráfica 20), influida por las disrupciones en las cadenas de producción y distribución, así como por las presiones sobre los costos de producción, que probablemente además estén siendo agravados por las medidas de contención de contagios de la variante ómicron del virus causante de COVID-19 en algunas ciudades de China y por el conflicto bélico referido. En particular, los efectos de dicho conflicto sobre los precios internacionales de las materias primas alimenticias han presionado a la inflación de las mercancías alimenticias a nivel local, cuya inflación anual se incrementó de 10.08 a 10.88% en el mismo lapso, en tanto que la de las mercancías no alimenticias aumentó de 7.17 a 7.61% (Gráfica 21). En igual periodo, la inflación anual de los servicios pasó de 4.62 a 4.83%, como resultado de la reapertura de sus actividades, la

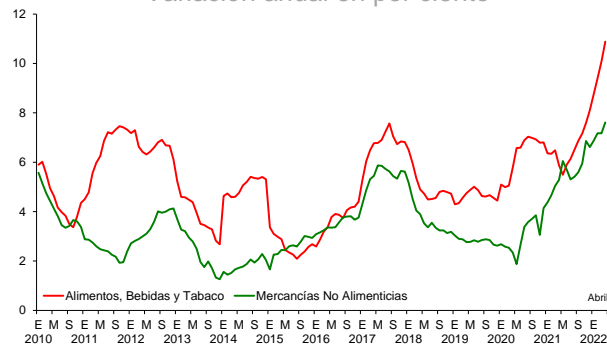
elevada demanda que había estado contenida y los mayores costos de insumos y de operación por las medidas implementadas para cumplir con las precauciones requeridas para evitar contagios. Así, la inflación anual del rubro de servicios distintos a educación y vivienda se incrementó de 6.60 a 7.01% en las fechas mencionadas, reflejando también el aumento en los precios internacionales de materias primas alimenticias y energéticas que han presionado los precios de los servicios de transporte y de alimentación.

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



Fuente: Banco de México e INEGI.

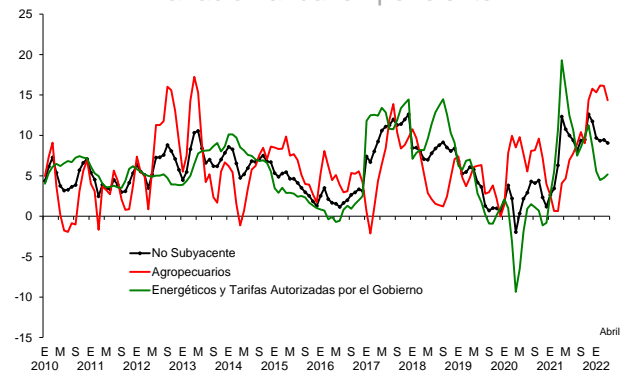
**Gráfica 21**  
**Subíndice Subyacente de las Mercancías**  
 Variación anual en por ciento



Fuente: Banco de México e INEGI.

La inflación no subyacente anual pasó de 9.45 a 9.07% entre marzo y abril de 2022 (Gráfica 22 y Cuadro 1). A su interior, la inflación anual de los productos agropecuarios disminuyó de 16.12 a 14.36%, como derivado de la reducción de 20.35 a 15.84% en la de las frutas y verduras, mientras que la de los productos pecuarios aumentó de 12.96 a 13.21%. Los elevados niveles de la inflación de los productos agropecuarios y de sus componentes reflejan, en parte, los incrementos en los costos de sus insumos, destacando los fertilizantes y los granos. A su vez, la inflación anual de los energéticos registró 5.23 y 5.91% en el mismo lapso.

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



Fuente: Banco de México e INEGI.

Respecto de las expectativas de inflación provenientes de la encuesta que levanta el Banco de México entre especialistas del sector privado, entre febrero y abril la mediana para la inflación general para el cierre de 2022 aumentó de 4.68 a 6.75%, mientras que la correspondiente al componente subyacente pasó de 4.62 a 6.00%. A su vez, la mediana de las expectativas para la inflación general al cierre de 2023 se ajustó de 3.80 a 4.13%, en tanto que la mediana para la inflación subyacente aumentó de 3.70 a 4.00%. Por su parte, la mediana de las expectativas de inflación general para el mediano plazo incrementó de 3.70 a 3.76%, mientras que para la inflación subyacente pasó de 3.60 a 3.70%. Las correspondientes al largo plazo permanecieron alrededor de 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.



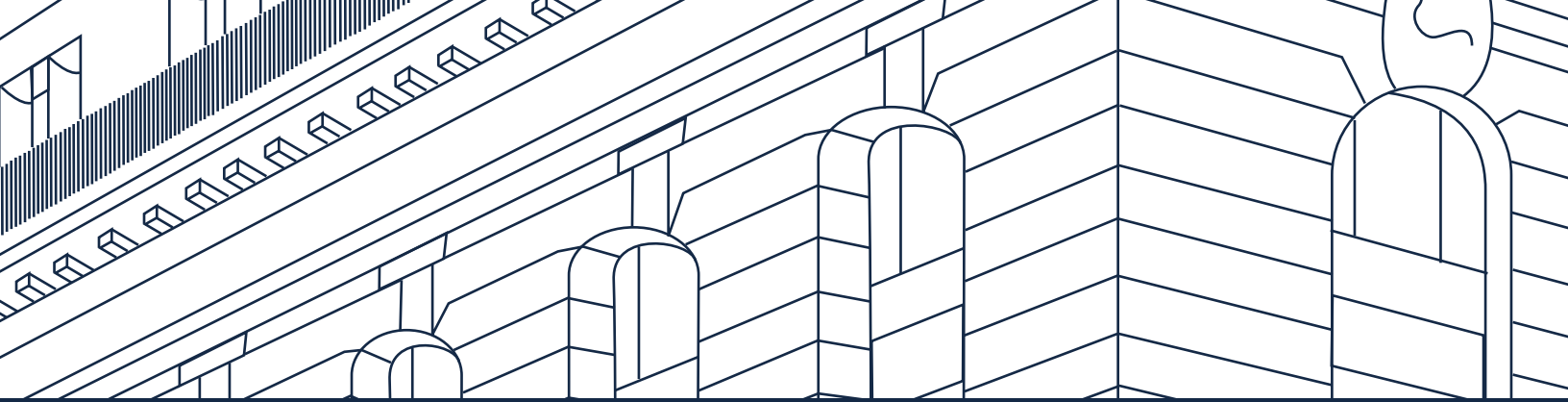
Ante presiones inflacionarias mayores a las anticipadas, los pronósticos de las inflaciones general y subyacente se revisaron al alza, aunque se sigue previendo que la convergencia a la meta de 3% se alcance en el primer trimestre de 2024. Estas previsiones están sujetas a riesgos. Al alza: i) persistencia de la inflación subyacente en niveles elevados; ii) presiones inflacionarias externas derivadas de la pandemia; iii) mayores presiones en los precios agropecuarios y energéticos por el conflicto geopolítico; iv) depreciación cambiaria; y v)

presiones de costos. A la baja: i) una disminución en la intensidad del conflicto bélico; ii) mejor funcionamiento de las cadenas de suministro; iii) un efecto mayor al esperado de la brecha negativa del producto; y iv) un efecto mayor al esperado del Paquete Contra la Inflación y la Carestía. El balance de riesgos respecto a la trayectoria prevista para la inflación en el horizonte de pronóstico se mantiene sesgado al alza y se ha continuado deteriorando.

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

Concepto	Febrero 2022	Marzo 2022	Abril 2022
<b>INPC</b>	<b>7.28</b>	<b>7.45</b>	<b>7.68</b>
<b>Subyacente</b>	<b>6.59</b>	<b>6.78</b>	<b>7.22</b>
<b>Mercancías</b>	<b>8.34</b>	<b>8.69</b>	<b>9.33</b>
Alimentos, Bebidas y Tabaco	9.40	10.08	10.88
Mercancías No Alimenticias	7.18	7.17	7.61
<b>Servicios</b>	<b>4.62</b>	<b>4.62</b>	<b>4.83</b>
Vivienda	2.72	2.72	2.76
Educación (Colegiaturas)	3.19	3.18	3.18
Otros Servicios	6.62	6.60	7.01
<b>No Subyacente</b>	<b>9.34</b>	<b>9.45</b>	<b>9.07</b>
<b>Agropecuarios</b>	<b>16.17</b>	<b>16.12</b>	<b>14.36</b>
Frutas y Verduras	19.60	20.35	15.84
Pecuarios	13.57	12.96	13.21
<b>Energéticos y Tarifas Aut. por Gobierno</b>	<b>4.48</b>	<b>4.73</b>	<b>5.18</b>
Energéticos	4.97	5.23	5.91
Tarifas Autorizadas por Gobierno	3.27	3.48	3.40

Fuente: INEGI.



BANCO DE MÉXICO®

Documento publicado el 26 de mayo de 2022

