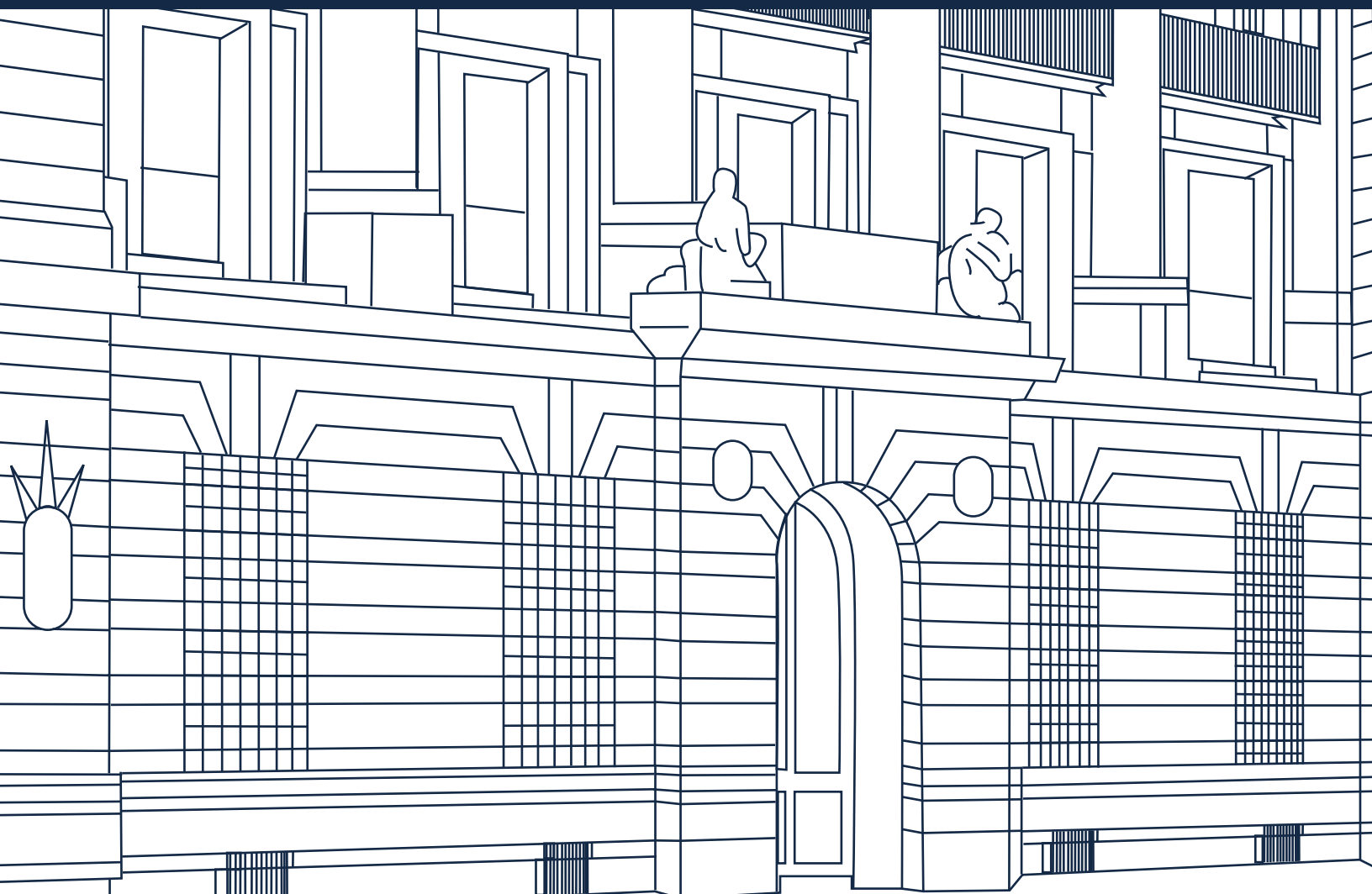




BANCO DE MÉXICO®

Minuta número 91

Reunión de la Junta de Gobierno del Banco de México, con motivo de la
decisión de política monetaria anunciada el 24 de marzo 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: 23 de marzo de 2022.

1.3. Asistentes:

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

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

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

Entorno Externo

La mayoría mencionó que los indicadores disponibles apuntan a una moderación de la actividad económica mundial durante el primer trimestre del año. Algunos señalaron que la pandemia continúa afectando a la actividad. Uno añadió que las restricciones de oferta y las presiones de demanda originadas por el cambio en los patrones de consumo han sido más persistentes que lo previsto. Detalló que los pedidos pendientes, los tiempos de entrega y los precios de transporte de carga continúan siendo mayores a los de antes de la pandemia. Agregó que en la medida en que avance el control de la pandemia disminuirán las restricciones de oferta y se mitigarán las presiones inflacionarias, si bien reconoció que dicho proceso será gradual y no está exento de interrupciones. Algunos notaron que los indicadores de movilidad se han recuperado, particularmente en economías emergentes. Uno agregó la mejora en indicadores relacionados con compras en manufacturas y servicios, lo que apunta a una menor intensidad y

duración de los efectos de la variante ómicron, en comparación con las olas de contagio previas.

La mayoría señaló que el conflicto entre Rusia y Ucrania ha generado un entorno de volatilidad e incertidumbre, así como un deterioro de las perspectivas de crecimiento mundial. Uno comentó que, medido a través del comercio exterior de estas economías, sus vínculos directos y el destino de sus productos, el impacto podría concentrarse principalmente en países circundantes a Europa del Este, la zona del euro y China, pero consideró que, dada la importancia de las economías involucradas en el suministro de metales, materias primas, y la producción de fertilizantes, podrían existir repercusiones sobre la actividad mundial. Algunos mencionaron que las sanciones impuestas a Rusia podrían repercutir sobre los mercados financieros, el comercio internacional y las cadenas de suministro. Por su parte, uno agregó como factor de riesgo el aumento de contagios en China y la expectativa de que se implementen fuertes medidas de aislamiento. Algunos notaron que el balance de riesgos para el crecimiento mundial se encuentra sesgado a la baja y sujeto a una elevada incertidumbre, principalmente para las economías europeas.

Todos mencionaron que el conflicto geopolítico ha aumentado las presiones inflacionarias globales. La mayoría señaló la importancia que los países involucrados tienen en el suministro y comercio de materias primas, especialmente de metales, fertilizantes y granos. En este sentido comentó que los precios de las materias primas han registrado incrementos importantes. Algunos consideraron que este comportamiento podría mantenerse hasta 2023. Uno apuntó que lo anterior sugiere que la convergencia de la inflación hacia las metas de sus respectivos bancos centrales podría retrasarse más de lo previsto. Añadió que se registraron niveles de precios de las materias primas que superan los observados durante la pandemia y otros episodios de estrés. No obstante, algunos notaron que recientemente se han revertido parcialmente dichos incrementos. Uno comentó que, hacia delante, el conflicto podría incentivar la reconfiguración de las cadenas globales de valor, con las consecuentes presiones de costos.

La mayoría mencionó que, aunado a lo anterior, la inflación global siguió aumentando, presionada por los cuellos de botella y por los elevados precios de alimentos y energéticos. Uno agregó que la recomposición del gasto también ha continuado ejerciendo presión sobre los precios.

Otro destacó el caso de Estados Unidos, donde la inflación de febrero alcanzó su nivel más alto en 40 años. **Uno** comentó que las expectativas de inflación de encuestas y de instrumentos de mercado se deterioraron nuevamente. **Otro** detalló que, para las economías avanzadas, las expectativas de inflación de corto plazo continúan aumentando y que las de mayor plazo también muestran incrementos, si bien han registrado disminuciones moderadas recientemente. **Algunos** consideraron que el continuo repunte de las inflaciones general y subyacente podría acelerarse por las afectaciones al transporte de mercancías y por la potencial escasez de insumos frente a inventarios históricamente bajos. **Uno** añadió que el entorno inflacionario podría verse agravado por las medidas de aislamiento en algunas regiones de China. Por otro lado, como factores que favorecen la disminución de la inflación global, **otro** señaló los menores contagios y las mayores tasas de vacunación, así como los menores estímulos monetario y fiscal en las economías de importancia sistémica.

La mayoría destacó las posturas menos acomodaticias en economías avanzadas. Todos mencionaron que en su última decisión la Reserva Federal aumentó el rango de la tasa de fondos federales en 25 puntos base y que anticipa realizar incrementos adicionales en el resto de las reuniones de 2022. Algunos apuntaron que en días recientes el presidente de dicho instituto expresó que su postura monetaria podría ajustarse más agresivamente. **Uno** observó que concluyó su programa de compra de activos. **Otro** añadió que se espera que empiece la reducción gradual de su hoja de balance en mayo. Destacó que enfrentan un fuerte crecimiento económico y un mercado laboral apretado, al tiempo que la inflación registra niveles no vistos desde hace más de tres décadas. **Uno** comentó que la Reserva Federal planteó la posibilidad de mantener una postura monetaria ligeramente por arriba de su tasa neutral durante 2022 y 2023. **Algunos** indicaron que persiste incertidumbre sobre el ritmo y la magnitud del ciclo monetario mencionado, la cual ha sido exacerbada ante los cambios en el entorno debido al conflicto geopolítico. **Algunos** notaron que un amplio número de bancos centrales de economías emergentes continuó incrementando sus tasas de referencia. **Uno** detalló que la mayoría de estas economías continúan con tasas reales negativas o cercanas a cero, mientras que México destaca por su tasa de interés real positiva.

La mayoría notó que los mercados financieros internacionales experimentaron una elevada

volatilidad debido a la incertidumbre asociada al conflicto bélico. Algunos mencionaron que las condiciones financieras tuvieron un apretamiento. **Uno** agregó que el conflicto ha presionado en mayor medida al mercado de renta fija y al de materias primas.

La mayoría señaló que desde la última decisión los índices accionarios de economías avanzadas continuaron registrando caídas. Algunos agregaron que las tasas de interés de los bonos gubernamentales, para diversos plazos, se han incrementado a lo largo del año como respuesta a las posturas más restrictivas de los bancos centrales. **Uno** comentó que el aplanamiento de la curva de rendimientos en Estados Unidos está asociado a la mayor restricción monetaria y a la previsión de una desaceleración del crecimiento económico. **Otro** mencionó que en los últimos días aumentó el apetito por riesgo ante el tono relativamente optimista de la Reserva Federal con respecto al desempeño esperado de la economía estadounidense. Añadió que ante ello se observaron incrementos en los índices accionarios que compensaron las disminuciones previas. Comentó que esto ilustra cómo las señales que envían los bancos centrales pueden ser igual o más relevantes que la propia decisión sobre la tasa de interés.

Algunos destacaron que los mercados financieros de economías emergentes presentaron comportamientos mixtos. Agregaron que los índices accionarios tuvieron un comportamiento heterogéneo en función de la cercanía geográfica y comercial con Rusia. **Uno** destacó la caída en las bolsas de la región de Europa del Este y el mejor desempeño de los índices en Latinoamérica. **Otro** enfatizó los aumentos en las tasas, la apreciación de la mayoría de las monedas latinoamericanas, las salidas de flujos en instrumentos de renta fija y las entradas moderadas en los de renta variable. **Uno** señaló que el reciente incremento en el apetito por riesgo benefició a las economías emergentes, en especial a aquellas en donde las perspectivas de crecimiento económico son más favorables, registrando apreciaciones de sus monedas e incrementos en los índices accionarios. Ello a pesar del incremento de tasa de interés de la Reserva Federal.

La mayoría comentó que se anticipa que continúe un apretamiento de las condiciones financieras como consecuencia de los aumentos en las tasas de interés debido a la normalización de la postura monetaria de los principales bancos centrales y al conflicto geopolítico. Uno

añadió que la exclusión de Rusia de sistemas de pagos internacionales como SWIFT y los potenciales ataques cibernéticos como represalia podrían afectar la estabilidad financiera.

Actividad Económica en México

La mayoría comentó que los indicadores disponibles sugieren que la reactivación económica podría haberse reanudado a inicios de 2022. Uno mencionó que el Indicador Oportuno de la Actividad Económica (IOAE) sugiere un incremento anual de la actividad de 2.8% en febrero y de 3.5% para las actividades secundarias. **No obstante, la mayoría señaló que la recuperación sigue siendo gradual, incompleta y heterogénea entre sectores. Uno** apuntó que en enero cerca del 50% de los sectores económicos aún no recupera su nivel previo a la pandemia. **Otro** detalló que en el cuarto trimestre de 2021, la actividad económica se ubicó 3.3% por debajo del nivel del cuarto trimestre de 2019, si bien se anticipa que continuará recuperándose gradualmente.

Por el lado de la oferta, la mayoría resaltó que la producción industrial siguió recuperándose en enero, como reflejo del crecimiento de las manufacturas, particularmente las no automotrices, y de un repunte inusual de la minería. No obstante, destacó la atonía de la construcción, así como de la producción y exportación de automóviles ante los problemas en las cadenas de suministro. Uno agregó que la actividad industrial registró en enero cuatro meses consecutivos de crecimiento y que las manufacturas, excluyendo el equipo de transporte, mantienen una trayectoria al alza desde hace varios meses. **La mayoría mencionó que el sector servicios siguió exhibiendo debilidad, con niveles inferiores a los previos a la pandemia y un comportamiento heterogéneo entre subsectores. Consideró que la debilidad de los servicios refleja, en parte, el efecto de la reforma en materia de subcontratación laboral. Uno** señaló que dicho efecto es de naturaleza contable. Apuntó que, con independencia del efecto de dicha reforma, la mayoría de los servicios han continuado recuperándose. **Otro** precisó que la contracción de los servicios de apoyo empresarial incidió en una reducción de 1.3 puntos porcentuales del crecimiento del PIB de 2021. Indicó que se prevé que persista la debilidad de los servicios y la heterogeneidad de sus componentes. Resaltó que las actividades primarias mostraron un importante repunte en diciembre de 2021.

Por el lado de la demanda, la mayoría comentó que el consumo continuó recuperándose en diciembre de 2021. Algunos notaron que alcanzó niveles similares a los previos a la pandemia. **Uno** indicó que, si bien el consumo de servicios presenta rezagos, el de bienes no duraderos se ubicó por encima del nivel pre-pandemia desde principios de 2021 y ha tenido un mejor desempeño que en la crisis de 2008. Señaló que lo anterior obedece, entre otros factores, al buen comportamiento de algunos indicadores como la confianza del consumidor, la masa salarial, las remesas y las transferencias sociales. **Algunos** mencionaron que diversos indicadores adelantados del consumo mostraron mejoría a inicios de 2022. **Por su parte, la mayoría destacó que la inversión continúa mostrando atonía. Uno** indicó que se encuentra estancada en niveles inferiores a los previos a la crisis sanitaria. Añadió que la inversión pública ha tenido un mejor desempeño que la privada, pues se ubica 5% por encima del nivel pre-pandemia y con una tendencia al alza, lo que contrasta con la tendencia negativa que prevaleció en este indicador por más de una década. **Algunos** comentaron que en enero, las exportaciones se contrajeron en el margen. No obstante, **uno** apuntó que estas se mantienen en niveles relativamente elevados.

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 laboral disminuyeron durante enero. Uno agregó que la tasa de informalidad también disminuyó. **Algunos** advirtieron que esta mejoría en los indicadores obedece parcialmente a la caída en la participación laboral ante el aumento de los contagios. En consecuencia, **uno** precisó que las tasas de desocupación y subocupación siguen sin regresar a los niveles previos a la pandemia. **Otro** resaltó un sesgo de género a favor de los hombres en el proceso de recuperación del mercado laboral. Puntualizó que en enero los avances se concentraron en los empleos formales de hombres, mientras que hubo un retroceso en el empleo general de las mujeres. Agregó que el incremento de la población no económicamente activa se sigue concentrando en las mujeres. **Algunos** indicaron que los incrementos al salario mínimo han tenido un efecto creciente en las revisiones al salario de los trabajadores asegurados en el IMSS. **Uno** puntualizó que ello fue consecuencia tanto de los incrementos mecánicos, como de los no mecánicos. Añadió que dichas revisiones promediaron un aumento anual de 9.5% en febrero, nivel históricamente elevado. Recordó que comparando enero de este año con

años previos, hubo una mayor proporción de aumentos salariales para trabajadores no vinculados al salario mínimo, manifestándose así ciertas presiones salariales.

La mayoría coincidió en que se mantienen amplias condiciones de holgura. No obstante, agregó que se anticipa que en el primer trimestre de 2022 sean menores a las del trimestre previo. **Uno** ahondó en que el PIB conserva una brecha negativa mayor al 10% con respecto a la tendencia observada previo a la pandemia. **Otro** anticipó que las condiciones de holgura se reducirán gradualmente, aunque manteniendo una brecha considerable. **Uno** mencionó que continúa la incertidumbre sobre la estimación tradicional de la brecha del producto y del PIB potencial para determinar el grado de holgura en la economía.

La mayoría reconoció que con las tensiones geopolíticas entre Rusia y Ucrania se ha suscitado una nueva fuente de incertidumbre para la economía nacional. **Algunos** coincidieron en que el impacto sobre la actividad económica de México, ya sea directamente o indirectamente a través de la economía de Estados Unidos, estará acotado por la distancia geográfica y los vínculos comerciales y financieros relativamente débiles con los países en conflicto. **Uno** consideró que dicho impacto es incierto. **Otro** detalló que entre los riesgos a la actividad económica de México sobresalen los siguientes. A la baja: i) una persistencia de la pandemia mayor a la esperada; ii) que se prolonguen o intensifiquen los problemas de cuellos de botella en las cadenas de suministro, o que se observen mayores costos de insumos y de producción en diversos sectores de la economía; iii) episodios adicionales de volatilidad en los mercados financieros internacionales; y iv) una inversión menor a la esperada o insuficiente para apoyar la reactivación económica y el crecimiento de largo plazo. Por su parte, entre los riesgos al alza destacó: i) un mayor control de la pandemia; ii) que los estímulos a nivel nacional e internacional continúen apoyando al consumo y a la inversión; iii) que México sea un destino atractivo para la inversión ante una reconfiguración en los procesos productivos globales en el marco del T-MEC; y iv) que se mantengan las condiciones financieras globales propicias para una recuperación económica acelerada. Enfatizó que algunos de los riesgos a la baja se han acentuado ante el conflicto en Europa del Este. **Algunos** mencionaron que el balance de riesgos para el crecimiento permanece segado a la baja y **uno** sostuvo que este se ha deteriorado en el margen.

Inflación en México

La mayoría indicó que las inflaciones general y subyacente registraron tasas anuales de 7.29 y 6.68%, respectivamente en la primera quincena de marzo. **Algunos** señalaron que ello resultó del comportamiento del componente subyacente, que fue parcialmente compensado por una reducción marginal del componente no subyacente. **Uno** notó que, tras dos meses consecutivos en que la inflación general a tasa mensual se ubicó cerca de su promedio histórico, en febrero volvió a acelerarse. Añadió que la tasa anual se encuentra muy por encima de su meta. **Algunos** expresaron su preocupación por la dinámica de precios que ha mostrado una marcada tendencia alcista por un tiempo prolongado. **Uno** agregó que el crecimiento de los precios se está acelerando incluso a un ritmo mayor al observado en 2017, lo cual es más notorio en el componente subyacente. **La mayoría argumentó que la inflación sigue presionada principalmente por factores globales asociados a la pandemia.** **Uno** apuntó que ello se ha reflejado principalmente en el componente de mercancías. **Otro** comentó que dichos efectos se transmiten en gran medida a través de los bienes comerciables, incluyendo bienes finales, intermedios y materias primas. Destacó que la inflación anual del Índice Nacional de Precios al Productor (INPP) de insumos intermedios excluyendo petróleo alcanzó un máximo en diciembre pasado, que en febrero continuó su descenso, y que su nivel actual es inferior al máximo alcanzado en el episodio inflacionario de 2017. **Uno** resaltó que la inflación es un problema generalizado y que las presiones inflacionarias no solo son importadas, sino también internas y están afectando a los bienes no comerciables. Sostuvo que las presiones internas son resultado de factores idiosincrásicos, como inseguridad, condiciones climatológicas adversas, falta de insumos específicos y presiones salariales, en un contexto donde hay dudas sobre las estimaciones tradicionales de la brecha del producto y del PIB potencial. **Otro** observó que en México los productos alimenticios tienen una mayor ponderación en el INPC en comparación con economías avanzadas y algunas emergentes, por lo que los aumentos en los precios de los alimentos a nivel global han generado un sesgo negativo en la inflación del país. Destacó que, no obstante, la inflación general en México no se distingue por ser más alta que la de países que tenían niveles inflacionarios similares antes de la pandemia. **Uno** detalló que la inflación de prácticamente la totalidad de los genéricos alimenticios está creciendo a tasas anuales

superiores a 4% y alrededor de la mitad están registrando variaciones superiores a 10%.

La mayoría observó que la inflación subyacente muestra incrementos generalizados. Algunos comentaron que ello es reflejo de la persistencia de los choques que la han afectado. **Uno** precisó que esta dinámica no se puede focalizar en un determinado grupo de bienes y/o servicios, sino que ha afectado a toda la canasta del consumidor. **Algunos** notaron que este componente alcanzó su tasa más alta desde 2001. **Uno** mencionó que acumula 15 meses consecutivos de incrementos. **Otro** externó que ha crecido significativamente por encima de su patrón histórico y está influyendo sobre la trayectoria creciente de la inflación general. **Algunos** apuntaron que la variación mensual se aceleró en febrero. **Uno** detalló que esta se ubicó por arriba del doble de lo observado para un mes de febrero desde mediados de 2001. **Otro** señaló que su variación mensual anualizada ha mostrado una tendencia al alza, pasando de 3% en enero de 2021 a 8% en febrero de 2022. **Uno** apuntó que el componente de mercancías registró una variación anual mayor a 8% y que más del 80% de los rubros que lo integran presentaron aumentos mensuales anualizados mayores a 5%. **Otro** detalló que las mercancías alimenticias mostraron una tasa mensual anualizada de 12% y las no alimenticias una variación de 9%. **Uno** puntualizó que al interior del componente de mercancías alimenticias se observaron incrementos importantes de precios en los productos derivados de soya, maíz, trigo y embutidos, mientras que en el rubro de las no alimenticias se registraron presiones en los precios de artículos de limpieza para el hogar, higiene y cuidado personal y automóviles. **Otro** indicó que los servicios registraron una inflación mensual anualizada de 5%. **Uno** notó que los servicios excluyendo educación y vivienda mostraron una tasa anual de 6.6%. **Otro** mencionó que los precios de servicios de alimentación, turísticos y de transporte han registrado presiones.

La mayoría sostuvo que la inflación no subyacente continúa experimentando presiones. Algunos comentaron que se siguen registrando incrementos en la inflación de los productos agropecuarios. **La mayoría señaló que la inflación de energéticos disminuyó en el margen.** Algunos indicaron que los precios de las gasolinas han sido contenidos por los estímulos fiscales. **Uno** agregó que diversas estimaciones sugieren que, en ausencia de dichos estímulos, la inflación general habría alcanzado niveles mayores, lo que refleja la magnitud de los choques que se están enfrentando.

Todos mencionaron que las expectativas de inflación para 2022 y 2023 volvieron a incrementarse. Algunos notaron que las primeras se ubican por encima del límite superior del intervalo de variabilidad y las segundas por encima de la meta puntual. **Uno** detalló que casi todos los analistas encuestados por el Banco asignan una probabilidad mínima a que la inflación regrese a 4% este año. **Otro** destacó que la mayoría de los empresarios entrevistados por el Banco de México comentan que los precios de sus insumos han cambiado con una frecuencia similar o mayor que en el trimestre anterior y mantienen expectativas de inflación a 12 meses al doble del nivel objetivo. Por su parte, **uno** señaló que las expectativas de los analistas para los siguientes 12 meses disminuyeron ligeramente. **La mayoría indicó que las expectativas de mediano plazo para la inflación general aumentaron.** **Todos mencionaron que las de largo plazo se han mantenido estables en niveles superiores a la meta.** **Uno** puntualizó que las expectativas de mediano plazo están acercándose al nivel superior del intervalo de variabilidad. **Otro** añadió que estas se encuentran tanto por encima de su promedio histórico, como del promedio observado en otros episodios inflacionarios. **Uno** consideró preocupante que desde agosto del año pasado las expectativas para los próximos cuatro años han mostrado una tendencia creciente. **Otro** comentó que, si bien las expectativas de inflación de largo plazo permanecen ancladas, no hay que subestimar los riesgos en torno a su proceso de formación. **Uno** advirtió que en los últimos meses estas expectativas ya se han comenzado a revisar al alza. **La mayoría señaló que las expectativas extraídas por instrumentos de mercado también se han deteriorado.** **Uno** detalló que las expectativas medidas a través de la compensación por inflación y riesgo inflacionario en bonos de diez años alcanzaron un máximo histórico, y que la prima por riesgo inflacionario a diez años permanece en niveles similares a los registrados en otros periodos de estrés. **Otro** apuntó que las expectativas provenientes de instrumentos de mercado para el promedio de 6 a 10 años se ubicaron cerca de 3.1%.

Todos indicaron que los pronósticos de las inflaciones general y subyacente se revisaron al alza. **La mayoría mencionó que la convergencia puntual hacia el objetivo se retrasó.** **Uno** resaltó que los pronósticos del Banco de México estiman ahora una inflación de 5.5% para el último trimestre de 2022. **Otro** apuntó que a marzo de 2022 se acumulan diez decisiones de política monetaria en que los pronósticos de inflación se han revisado al alza. Subrayó que durante ese periodo la

convergencia hacia la meta se ha retrasado del segundo trimestre de 2022 en la decisión de diciembre de 2020, al primer trimestre del 2024 en la decisión actual. Advirtió que la subestimación sistemática de los pronósticos de inflación ha generado cierta inercia inflacionaria que ya ha afectado las expectativas de mediano plazo y que, de continuar, puede propiciar un desanclaje de las expectativas de largo plazo. **Uno** señaló que se anticipa que los factores asociados a la pandemia sigan incidiendo en las perspectivas de inflación alrededor del mundo. **Otro** consideró que el panorama actual luce todavía más retador ya que es optimista pensar que se eliminará inmediatamente el efecto de la acumulación de choques de oferta y demanda sobre la inflación. Agregó que es probable que esta se mantenga en niveles elevados por un tiempo prolongado antes de desacelerarse. Resaltó que el descenso proyectado en la inflación tiene implícitos niveles moderados del componente subyacente y una caída de la inflación no subyacente, lo que es difícil que se materialice bajo las condiciones actuales.

Entre los riesgos al alza para la inflación, la mayoría destacó la persistencia de la inflación subyacente en niveles elevados, presiones inflacionarias externas derivadas de la pandemia, mayores presiones en los precios agropecuarios y energéticos por el reciente conflicto geopolítico y presiones de costos. Algunos agregaron la posibilidad de una depreciación cambiaria. **Uno** puntualizó que las presiones inflacionarias externas provienen de problemas logísticos, elevados precios de fletes marítimos, disrupciones en las cadenas globales de valor y cambios en los patrones de consumo. Añadió que no se prevé que estas presiones se resuelvan pronto. Notó que las mayores presiones en los precios de alimentos tienen altos costos sociales y podrían afectar las expectativas de inflación de las familias, lo cual aceleraría la dinámica inflacionaria aún si los precios del resto de las mercancías se comportaran mejor. **Otro** mencionó que los persistentes desbalances de oferta y demanda han obedecido también a rigideces en la producción. Observó el riesgo de contaminación en las revisiones de los salarios contractuales ante la elevada inflación observada y esperada y ante las revisiones salariales mecánicas por encima de la inflación. Indicó que mayores ajustes no previstos en la tasa de referencia en Estados Unidos podrían incrementar el riesgo de una depreciación cambiaria. Por su parte, **uno** consideró que el riesgo de presiones en los precios de los energéticos está acotado debido a la política de precios internos del

gas y la gasolina. Añadió que algunas estimaciones muestran que, aun considerando la política mencionada, los incrementos en el precio del petróleo no implican un deterioro en las finanzas públicas. Entre los riesgos a la baja para la inflación, **otro** mencionó: i) la disminución en la intensidad del conflicto bélico; ii) que dadas las condiciones de holgura, las presiones de costos y las revisiones salariales no presionen a los precios; iii) que los precios de los energéticos sean menores a lo previsto; y iv) una apreciación cambiaria. **Uno** notó que el descenso en la inflación anual del INPP de insumos intermedios excluyendo petróleo podría significar menores presiones futuras para la inflación subyacente. **La mayoría comentó que el balance de riesgos para la inflación en el horizonte de pronóstico se ha deteriorado nuevamente y se mantiene sesgado al alza. Uno** puntualizó que ello se debe a la posibilidad de que los efectos del conflicto geopolítico sean mayores a lo previsto. **Otro** consideró que las tensiones geopolíticas constituyen una nueva fuente de incertidumbre para la inflación. **Uno** advirtió que la constante aparición de choques de oferta y de demanda continúa deteriorando el balance de riesgos.

Entorno Macrofinanciero

La mayoría destacó que, en los mercados financieros nacionales, el tipo de cambio se apreció ligeramente, si bien registró algunos episodios de volatilidad, y las tasas de interés aumentaron en línea con lo observado a nivel global. Uno indicó que los mercados financieros mostraron mayor resiliencia desde la reunión anterior. **Otro** consideró que presentaron un comportamiento mixto. **Uno** afirmó que, en lo que va del año, el desempeño del peso contrasta con el de otras divisas latinoamericanas y con la de Sudáfrica, mismas que han registrado apreciaciones significativas. **Algunos** detallaron que se observaron incrementos en prácticamente todos los nodos de la curva de rendimientos. **Uno** precisó que, mientras las tasas de interés nominales exhibieron movimientos al alza de hasta 96 puntos base, la curva de rendimientos a tasa real presentó movimientos de entre -30 y 33 puntos base. **Otro** señaló que México continúa con un amplio diferencial de tasas de interés ajustado por volatilidad respecto de Estados Unidos. **Algunos** apuntaron que el mercado accionario registró incrementos. **Uno** precisó que estos se dieron en línea con otros índices accionarios de la región. No obstante, **otro** notó que su desempeño fue superado por el de otras economías latinoamericanas, lo que podría reflejar mejores perspectivas económicas y

mayor atractivo para la captación de capitales en dichos países. **Uno** advirtió que el escalamiento del conflicto entre Rusia y Ucrania podría añadir riesgos acotados para la estabilidad del sistema financiero nacional. Indicó que hacia delante no se descartan episodios de depreciación y alta volatilidad en los mercados financieros por el entorno de incertidumbre global que persiste.

Uno destacó que el crédito al consumo ha mostrado una recuperación más rápida que la observada en la crisis de 2008, mientras que el financiamiento a las empresas se ha reactivado más lentamente. **Otro** detalló que el crédito a personas físicas con actividad empresarial se redujo alrededor de 35% respecto del nivel más alto registrado en el primer trimestre de 2017. Añadió que el crédito destinado a las PyMEs continúa más de 10% debajo de su nivel pre-pandemia, incluyendo sectores que no experimentaron una recesión, lo que sugiere que al menos parte de la falta de crédito se explica por el lado de la oferta. Expresó que mientras el crédito a las empresas continúe deteriorado, será muy difícil observar una mejoría sustancial de la inversión privada. **Uno** destacó que la falta de inversión privada obedece al deterioro en el clima de negocios por factores externos e idiosincrásicos internos que anteceden por mucho tiempo al inicio del ciclo de alzas, por lo que difícilmente se puede atribuir la debilidad de la inversión al ajuste de la postura monetaria. **Otro** resaltó que durante enero de 2022 se observó una disminución en las fuentes de recursos financieros por una reducción del saldo de los fondos de inversión, mientras que persistió la fuerte demanda por instrumentos altamente líquidos. Agregó que aún no ha sido incorporado por el mercado el riesgo de posibles alzas en el costo del financiamiento de las empresas derivado de la venta de activos por parte de la Reserva Federal.

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. Con base en ello, todos votaron por incrementar en 50 puntos base el objetivo para la Tasa de Interés Interbancaria a un día a un nivel de 6.50%. Destacaron 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 mayoría expresó que en las siguientes decisiones de política monetaria la Junta de Gobierno vigilará estrechamente las presiones inflacionarias, así como todos los factores que inciden en la trayectoria prevista para la inflación y en sus expectativas. Ello con el objetivo de determinar una tasa de referencia congruente en todo momento tanto con la convergencia ordenada y sostenida de la inflación general a la meta de 3% en el plazo en el que opera la política monetaria, como con un ajuste adecuado de la economía y de los mercados financieros.

Un miembro destacó que, ante las presiones inflacionarias asociadas al conflicto geopolítico y el inicio de una política menos expansiva de la Reserva Federal, es importante reforzar la postura monetaria para reducir posibles efectos de segundo orden en el proceso de formación de precios y para mantener la estabilidad financiera. Sin embargo, mencionó que en México la tasa de interés actual es relativamente alta, ya que se otorgó poco estímulo monetario durante 2020 y se comenzó a retirar anticipadamente durante 2021. En este sentido, notó que no es conveniente sobre-reaccionar frente a aumentos esperados de la tasa en Estados Unidos. Resaltó que la inflación nacional disminuirá a medida que lo haga la inflación mundial ante menores contagios y una mayor vacunación a nivel global, así como por el cambio de orientación en las políticas monetaria y fiscal en economías de importancia sistémica. Agregó que los riesgos inflacionarios derivados del conflicto geopolítico son acotados debido a la política de precios de combustibles. Ante este balance de riesgos, la respuesta de política hacia delante debe ser moderada y gradual, que evite llevar la tasa de interés a un nivel excesivamente restrictivo. Señaló que tanto analistas como operadores de mercado anticipan un nivel de tasas demasiado alto, considerando el nivel de la desviación de la inflación con respecto a su objetivo y las condiciones de holgura de México respecto a otras economías. Advirtió que la economía mexicana presenta debilidad precisamente en donde la política monetaria incide de manera directa, como el deterioro del crédito para fines productivos, el estancamiento de la inversión, la falta de dinamismo en la construcción, la caída en el crédito al consumo y la reducción en las ventas internas de automóviles nuevos. Expresó que, en cambio, el consumo no duradero, que responde más

a otros determinantes, ha tenido un mejor desempeño. Señaló que continuar aumentando la tasa de interés a un ritmo excesivamente elevado podría afectar las perspectivas de crecimiento del país, lo que reduciría su atractivo para los flujos de capital que buscan altos rendimientos en los mercados emergentes de renta variable. Alertó que una recesión se traduciría en inestabilidad macroeconómica y financiera, generando presiones sobre la prima de riesgo y el tipo de cambio, lo que eventualmente podría repercutir sobre la inflación.

Otro miembro aseveró que México es de las pocas economías que cuenta con una tasa real ex-ante positiva, cercana a su nivel neutral, que ha preservado fundamentos macroeconómicos sólidos y que aún tiene una brecha del producto ampliamente negativa. Reflexionó que las tensiones geopolíticas constituyen una nueva fuente de incertidumbre para el comportamiento de variables nominales, reales y financieras del país, y sus efectos potenciales dependerán de la duración e intensidad de dichas tensiones. Agregó que, hasta ahora el impacto que puede haber para la actividad económica es incierto, no obstante, en lo que concierne a la inflación, los riesgos derivados son diversos. Asimismo, indicó que la inflación del país sigue presionada principalmente por los efectos de la pandemia y cuyos factores globales se anticipa que puedan seguir incidiendo en las perspectivas de la inflación. Como consecuencia, destacó que los pronósticos del Banco de México fueron revisados de manera significativa y la convergencia puntual hacia el objetivo también tuvo un ajuste de acuerdo con el horizonte en el que opera la política monetaria. Comentó que la aceleración de la inflación podría afectar el anclaje de las expectativas de inflación en caso de no tomarse las medidas suficientes. Externó que ante este escenario es necesario mantener una política monetaria robusta con la finalidad de que el balance de riesgos en torno al pronóstico de inflación de mediano plazo adquiera un carácter más neutral. Añadió que bajo un marco de objetivos de inflación con base en pronósticos, es fundamental garantizar que las expectativas de largo plazo se mantengan ancladas y las de menor plazo regresen hacia el objetivo, por ello señaló que si hacia delante se requiere que la tasa real ex-ante se sitúe por encima del rango estimado como neutral, será importante preservar una posición monetaria relativa balanceada. Puntualizó que el compromiso con el mandato constitucional requiere que la postura monetaria sea tal que asegure la convergencia de la inflación hacia su meta, cuidando el balance de la misma ante el inminente ciclo alcista en Estados Unidos, el buen funcionamiento del

sistema financiero y un ajuste ordenado en los mercados. Consideró que hacia delante el Banco de México debe seguir atento a los determinantes observados y esperados de la inflación.

Un miembro indicó que las presiones inflacionarias continúan al alza y no se vislumbra que su persistencia cederá en un periodo prolongado. Notó que es necesario inducir una trayectoria a la baja de la inflación hacia el objetivo de largo plazo. Sostuvo que, al menos en el corto plazo, se debe responder al ciclo de alzas de la Reserva Federal con incrementos proporcionales para no relajar la postura monetaria relativa para lo cual no se tiene margen de maniobra. También precisó que el Banco de México debe estar atento a los posibles efectos del ajuste monetario de la Reserva Federal sobre los mercados financieros, sin actuar de manera mecánica. Detalló que se podría requerir un mayor apretamiento al de la Reserva Federal cuando el panorama inflacionario nacional así lo demande, pero ello sin introducir una excesiva restricción monetaria. Comentó que ante la posibilidad de que la inflación alcance su pico en el próximo trimestre y empiece su trayectoria a la baja se debe actuar con cautela. Argumentó que se debe procurar un equilibrio al evaluar la persistencia de la inflación, las condiciones cíclicas y el ciclo de alza de la Reserva Federal, considerando el problema inflacionario como el más importante. Observó que la tasa real ex-ante aún se sitúa en la parte inferior del rango de la tasa neutral, lo que implica continuar al ritmo actual hasta salir de la postura neutral y alcanzar una consistente con la problemática actual. Señaló que las expectativas inflacionarias y el proceso de formación de precios han continuado deteriorándose y que sin el funcionamiento adecuado del canal de expectativas, los mecanismos de transmisión de la política monetaria quedarán limitados. Agregó que no se debe minimizar el canal de expectativas argumentando que un incremento en la tasa solo mitiga el efecto de choques inflacionarios de determinada naturaleza. Argumentó que, en cambio, actuar con firmeza debe reducir las expectativas. Por ello, el entendimiento de la causalidad del canal de expectativas y el rezago con el que este opera es fundamental para evitar narrativas incompatibles con su funcionamiento. A su vez, resaltó que el canal del crédito es el de menor efectividad en la economía mexicana debido a la baja profundidad, inclusión y competitividad del sistema financiero, y a la amplia informalidad laboral. Mencionó que apoyar una respuesta monetaria insuficiente, fundamentada en los posibles efectos negativos sobre la actividad económica, puede ser contraproducente, al generar mayor inflación la cual a su vez podría frenar el

crecimiento económico. En consecuencia, señaló que no se deben mandar señales distorsionadas que pongan en duda la credibilidad del mandato prioritario. Notó que, de acuerdo al Reporte sobre las Economías Regionales, alrededor del 30% de los empresarios encuestados consideran a la inflación como uno de los principales obstáculos para el crecimiento. Consideró que también se debe tomar en cuenta que una elevada inflación castiga más a los que menos tienen.

Otro miembro comentó que el panorama para la inflación se ha deteriorado ante el conflicto geopolítico, ello además de las afectaciones ocasionadas por la pandemia. Advirtió sobre el riesgo de que una inflación elevada y persistente afecte el proceso de formación de precios y las expectativas de inflación, sobre todo las de largo plazo. Recordó que el canal de expectativas es uno de los más importantes en la transmisión de la política monetaria en México y que la complacencia ante los aumentos observados puede propiciar su desanclaje, lo que implicaría un alto costo para la sociedad. Señaló que el dilema para la política monetaria se ha acentuado dado que la recuperación de la actividad económica sigue siendo incompleta. Frente a esta realidad, consideró que el papel fundamental de la política monetaria consiste en frenar la inercia inflacionaria que se ha desarrollado durante el último año, para lo cual es necesario actuar oportunamente y con determinación. Argumentó que no se ha logrado el efecto deseado sobre la tasa real debido a la subestimación sistemática de la inflación, llevando a tasas reales menores a las necesarias. Expresó que los bancos centrales que han actuado más rápidamente han logrado reducir con mayor efectividad sus estímulos monetarios. Agregó que es necesario contar con un análisis más amplio que permita evaluar si adelantar el ritmo de ajuste de la tasa de referencia, podría combatir la inercia inflacionaria más decididamente, acortar la duración esperada del ciclo alcista y lograr una tasa de interés terminal de menor magnitud. Señaló que el mercado prevé una trayectoria elevada para la tasa de referencia. Añadió que no actuar con rapidez y contundencia puede requerir en el futuro tasas reales más elevadas, y por más tiempo, lo que elevaría el costo en términos de producción y empleo. Destacó que la propuesta mantiene la congruencia entre la comunicación del objetivo prioritario y las acciones implementadas, y que busca fortalecer las expectativas de mediano y largo plazos. Consideró que dado el balance de riesgos para la inflación, el riesgo de mayor apretamiento monetario a nivel global y el posible impacto del

conflicto geopolítico en los mercados, se podría requerir modificar el ritmo de ajuste de la tasa de referencia, para lo cual la Junta de Gobierno estará preparada para tomar las decisiones adecuadas.

Un miembro expresó que se enfrenta un entorno sin precedentes, pues a los retos para el cumplimiento del mandato prioritario derivados de la pandemia y que no han terminado de resolverse, se agrega un conflicto geopolítico que conlleva fuertes presiones inflacionarias adicionales y un importante aumento en la incertidumbre. Argumentó que ante la mayor posibilidad de contaminación del proceso de formación de precios en México, es importante ajustar la postura monetaria para mantener las expectativas ancladas. Alertó que de no tomar las medidas necesarias, las expectativas de inflación podrían afectarse ante niveles de inflación elevados por un periodo prolongado, lo cual podría a su vez dificultar la convergencia de la inflación a la meta. Destacó que el entorno inflacionario a nivel global también llevaría a condiciones monetarias más astringentes. Reflexionó que, ante el elevado grado de integración financiera y comercial de México con el resto del mundo y ante su exposición a choques externos de diversa índole, resalta la necesidad de mantener en todo momento una postura macroeconómica sólida. Resaltó que, en el ámbito de las atribuciones del Banco de México, ello implica procurar una inflación baja y estable y salvaguardar la fortaleza del sistema financiero. Advirtió sobre los costos sociales y económicos de la inflación actual, que afectan en mayor medida a la población de menores ingresos. Consideró que es imperativo que, ante los retos mencionados, la respuesta de la política monetaria sea claramente congruente con la convergencia de la inflación a la meta en el horizonte de pronóstico y que procure mantener ancladas las expectativas de inflación. Destacó que en las próximas decisiones se debe considerar la evolución de los distintos choques que han presionado a la inflación a lo largo del proceso de recuperación económica, luego del choque inicial de la pandemia y de aquellos asociados al conflicto en Europa del Este, ello con el objetivo de que el Banco de México cumpla su mandato constitucional.

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 y las mayores presiones inflacionarias asociadas al conflicto geopolítico. Con base en ello, y con la presencia de todos sus miembros, decidió por unanimidad incrementar en 50 puntos base el objetivo para la Tasa de Interés Interbancaria a un día a un nivel de 6.50%. Con esta acción, la postura de política monetaria se ajusta a la trayectoria que se requiere para que la inflación converja a su meta de 3% dentro del horizonte de pronóstico.

En las siguientes decisiones de política monetaria la Junta de Gobierno vigilará estrechamente las presiones inflacionarias, así como todos los factores que inciden en la trayectoria prevista para la inflación y en sus expectativas. Ello con el objetivo de

determinar una tasa de referencia congruente en todo momento tanto con la convergencia ordenada y sostenida de la inflación general a la meta de 3% en el plazo en el que opera la política monetaria, como con un ajuste adecuado de la economía y de los mercados financieros.

4. VOTACIÓN

Victoria Rodríguez Ceja, Galia Borja Gómez, Irene Espinosa Cantellano, 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 6.50%.

ANEXO

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

A.1. Condiciones externas

A.1.1. Actividad económica mundial

Los indicadores disponibles apuntan a una moderación de la actividad económica mundial durante el primer trimestre del año, debido, entre otros factores, a la rápida propagación de la variante ómicron del virus SARS-CoV-2 y, más recientemente, de su subvariante BA.2. No obstante, los índices prospectivos mostraron una recuperación en febrero, particularmente del sector de servicios, sugiriendo una menor duración e intensidad de esta última ola de contagios sobre la actividad económica mundial en relación a episodios previos (Gráfica 1). No obstante, se espera que la invasión de Rusia a Ucrania tenga repercusiones negativas sobre el crecimiento de la economía mundial, como resultado de la significativa alza en los precios internacionales de materias primas como la energía y los alimentos, de disrupciones a las cadenas de suministro y al comercio mundial, y de la caída en la confianza de los negocios y los inversionistas, lo que pudiera endurecer las condiciones financieras internacionales.

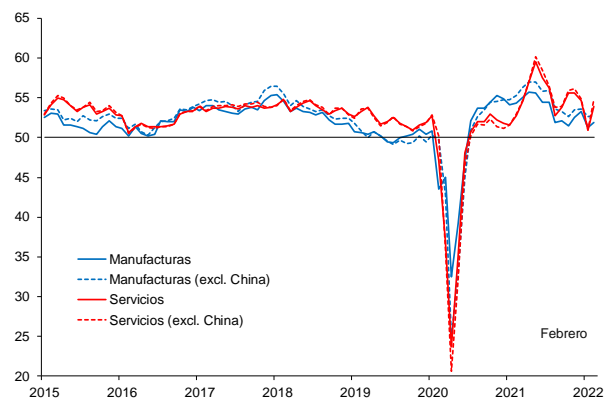
La inflación global siguió aumentando, presionada por los cuellos de botella y por los elevados precios de alimentos y energéticos. Con ello, en la mayoría de las principales economías, tanto avanzadas como emergentes, la inflación se mantuvo por encima de los objetivos de sus bancos centrales. En la mayoría de las principales economías avanzadas, los bancos centrales continuaron con el ajuste a su postura monetaria. En su última decisión, la Reserva Federal de Estados Unidos aumentó en 25 puntos base el rango objetivo para la tasa de fondos federales y comunicó que anticipa que incrementos sucesivos en el rango objetivo serán apropiados, si bien señaló que el Comité Federal de Mercado Abierto (FOMC) estaría preparado para ajustar la

¹ Expresado como tasa trimestral anualizada ajustada por estacionalidad, el crecimiento del PIB de Estados Unidos en el cuarto trimestre de 2021 fue de 7.0%.

postura de política monetaria según sea adecuado si surgen riesgos que pudieran impedir el cumplimiento de sus objetivos. A su vez, un amplio número de bancos centrales de economías emergentes siguieron incrementando sus tasas de interés de referencia. El continuo aumento en la inflación global ha generado expectativas de una reducción más acelerada del estímulo monetario a nivel global. Las condiciones financieras internacionales se apretaron, con un aumento en las tasas de interés y un fortalecimiento del dólar, en un contexto de mayor aversión al riesgo asociado al reciente conflicto geopolítico.

Entre los riesgos para la economía global 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. En particular, la magnitud de los efectos que tendrá el conflicto bélico entre Rusia y Ucrania sobre la economía es incierta y dependerá de la intensidad y duración del conflicto, así como de los efectos y extensión de las sanciones económicas impuestas a Rusia.

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



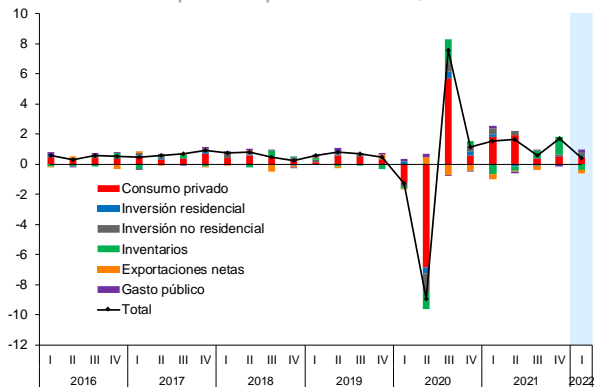
a. e. / Cifras con ajuste estacional.
Fuente: IHS Markit.

En Estados Unidos, luego de crecer 1.7% en el cuarto trimestre de 2021 a tasa trimestral y ajustada por estacionalidad, los indicadores disponibles apuntan a que la actividad económica siguió recuperándose en el primer trimestre de 2022, si bien a un ritmo más moderado (Gráfica 2).¹ Las cifras

disponibles sugieren que el consumo privado continúa siendo uno de los principales motores del crecimiento de la actividad económica en ese país y se prevé una recuperación de la inversión fija, principalmente en maquinaria y equipo.

Gráfica 2 EUA: PIB Real y Componentes

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



a. e. / Cifras con ajuste estacional.

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

Fuente: BEA y Blue Chip de marzo de 2022.

La producción industrial en Estados Unidos aumentó 0.5% a tasa mensual en febrero, después de crecer 1.4% en enero, debido principalmente a un repunte de la actividad manufacturera. La producción manufacturera creció 1.2% a tasa mensual en febrero, como resultado de un fuerte aumento en la actividad de sectores como equipo de negocios y materiales de construcción, que contrarrestaron la caída en la producción de vehículos de motor, afectada nuevamente por la escasez de semiconductores. Por su parte, la minería creció 0.1% como reflejo de un modesto aumento en la actividad de perforación, a pesar de los elevados precios del petróleo y gas, y de una caída en la extracción de hidrocarburos. En contraste, la producción de electricidad y gas se contrajo 2.7% al normalizarse las condiciones climáticas, luego de las temperaturas inusualmente bajas en enero. El índice de gerentes de compras del sector manufacturero sugiere que la expansión continuará, aunque dicho sector seguirá presionado por las afectaciones a las cadenas globales de suministro.

El mercado laboral en Estados Unidos siguió registrando una mejoría en febrero. La nómina no agrícola aumentó en 678 mil plazas en ese mes,

² Expresado como tasa trimestral anualizada ajustada por estacionalidad, la variación del PIB de la zona del euro fue de 1.0% en el cuarto trimestre de 2021.

después de expandirse en 481 mil plazas en enero, reflejando, principalmente, un crecimiento en los rubros de ocio, hospitalidad y servicios profesionales. A pesar de la mejoría registrada, el nivel de empleo en febrero se ubicó 2.1 millones de plazas por debajo del registrado antes de la pandemia. Por su parte, la tasa de desempleo disminuyó de 4.0% en enero a 3.8% en febrero.

En la zona del euro, los indicadores disponibles sugieren que en el primer trimestre de 2022 la actividad económica continuará mostrando debilidad, luego de expandirse 0.3% a tasa trimestral y ajustada por estacionalidad en el cuarto trimestre de 2021.² Además, la región ha comenzado a verse afectada por los efectos del conflicto bélico entre Ucrania y Rusia, particularmente en el precio y suministro de los energéticos. La tasa de desempleo disminuyó de 7.0% en diciembre a 6.8% en enero. Los índices de gerentes de compras sugieren una aceleración en los sectores de servicios y manufacturero durante febrero ante el desvanecimiento de los efectos del incremento en los contagios de la variante ómicron. No obstante, estos indicadores anteceden al inicio del conflicto bélico entre Rusia y Ucrania.

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 volvió a debilitarse en el primer trimestre de 2022.³ 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. Asimismo, las persistentes interrupciones en las cadenas de suministro y la escasez de semiconductores continuaron afectando al desempeño del sector industrial, particularmente la producción de automóviles. En este entorno, la tasa de desempleo aumentó ligeramente de 2.7% en diciembre a 2.8% en enero. Los índices de gerentes de compras sugieren una contracción en el sector de servicios y apuntan a un menor ritmo de expansión en el sector manufacturero ante las continuas interrupciones en las cadenas de producción.

En las principales economías emergentes, los indicadores disponibles sugieren un menor crecimiento durante el primer trimestre, si bien con una marcada heterogeneidad entre países, en función de la evolución de la pandemia y de la exposición de cada país a las afectaciones en las

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

cadenas globales de suministro y al conflicto bélico. En Asia Emergente, la información disponible indica un debilitamiento en el ritmo de crecimiento del PIB en la mayoría de las economías. En China, si bien los indicadores de actividad económica de febrero mostraron un repunte, se prevé una desaceleración en la actividad económica durante el primer trimestre del año ante las restricciones impuestas en varias ciudades y provincias para contener el aumento reciente de contagios, que hasta ahora ha sido el más severo en algunas regiones como Shanghái y Cantón. En América Latina, los indicadores apuntan a un comportamiento heterogéneo, destacando el posible debilitamiento de la actividad económica en Chile ante el elevado número de contagios registrados en el trimestre. En Europa Emergente, los indicadores disponibles sugieren una moderación en el ritmo de recuperación de algunos países, mientras que en Ucrania y Rusia se prevé una fuerte contracción derivada del conflicto bélico y de las sanciones económicas impuestas a Rusia.

Los precios internacionales de las materias primas registraron un comportamiento al alza desde la última decisión de política monetaria en México y en semanas recientes registraron episodios de volatilidad. Los precios del petróleo alcanzaron a principios de marzo su nivel más alto desde 2008, luego de la imposición de sanciones a las exportaciones de petróleo de Rusia, en un contexto en el que el mercado de petróleo mundial enfrenta importantes restricciones de oferta. Entre las sanciones destacan la negativa de refinerías, bancos y compañías navieras a comerciar petróleo proveniente de Rusia y la decisión de algunos países como Estados Unidos, Canadá y Reino Unido de prohibir o reducir gradualmente las importaciones de petróleo de dicho país. Posteriormente, los precios del petróleo presentaron episodios de alta volatilidad debido, en parte, al anuncio de la liberación de reservas de petróleo crudo por parte de los países miembros de la Agencia Internacional de Energía, la posibilidad de la firma de un nuevo acuerdo nuclear con Irán que permitiría la reanudación de las exportaciones de petróleo de ese país y disrupciones en el suministro de petróleo proveniente de un oleoducto ubicado en Kazajistán. Por su parte, los precios de referencia del gas natural mostraron fuertes incrementos, particularmente en Europa, debido al elevado riesgo de una disrupción en el flujo proveniente de Rusia hacia la región, si bien esta tendencia se ha revertido parcialmente en las últimas semanas. Los precios de los granos aumentaron ante la incertidumbre en torno a una posible reducción en la oferta mundial debido al conflicto geopolítico, especialmente porque Rusia y Ucrania

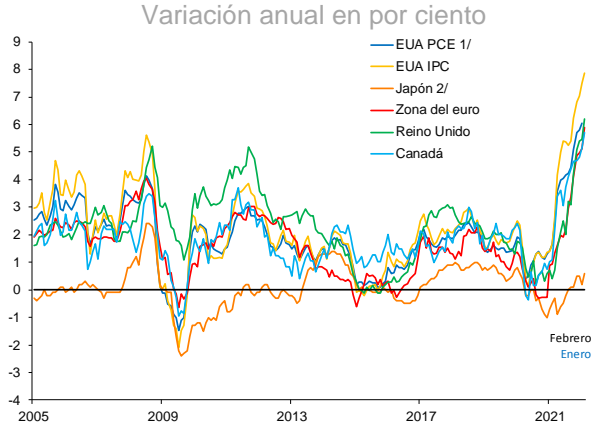
generan casi una cuarta parte de las exportaciones mundiales de granos. De manera similar, los precios de los metales industriales mostraron una tendencia al alza debido al riesgo de una interrupción del suministro proveniente de los países en conflicto ya mencionados, que también son importantes productores de estos metales y de otras materias primas necesarias para su elaboración, en un entorno de bajos niveles de inventarios.

A.1.2. Política monetaria y mercados financieros internacionales

La inflación a nivel mundial continuó aumentando, presionada por los cuellos de botella y por los elevados precios de alimentos y energéticos. Cabe destacar que, ante la persistencia de los cuellos de botella en las cadenas de suministro, los precios al productor se mantuvieron elevados tanto en economías avanzadas como emergentes, sugiriendo que las presiones al alza en la inflación global podrían prolongarse.

La inflación general y subyacente en la mayoría de las principales economías avanzadas siguió aumentando, ubicándose la primera por encima de los objetivos de sus bancos centrales, con excepción de Japón, cuya inflación se mantiene en niveles bajos (Gráfica 3). Cabe destacar que en la mayoría de estas economías la inflación general ha alcanzado su mayor nivel en décadas. En particular, en Estados Unidos, el índice de precios al consumidor aumentó de 7.5% a tasa anual en enero a 7.9% en febrero, su nivel más alto desde 1982, como reflejo de un aumento en la inflación de alimentos y del componente subyacente, el cual se incrementó de 6.0 a 6.4% en el mismo periodo. En este contexto, las expectativas de inflación de corto plazo provenientes de encuestas y mercados financieros aumentaron para la mayoría de estas economías, al tiempo que aquellas de mayor plazo, derivadas de instrumentos financieros también exhibieron aumentos, si bien en algunos casos han disminuido ligeramente en semanas recientes. Este aumento en las expectativas de inflación responde, en gran medida, al fuerte incremento que han mostrado los precios de las materias primas, principalmente como consecuencia del conflicto geopolítico.

Gráfica 3
Economías Avanzadas Seleccionadas:
Inflación General



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

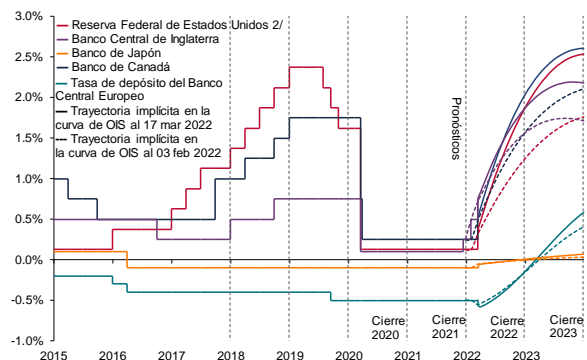
En la mayoría de las principales economías emergentes, la inflación continuó aumentando como resultado de los mismos factores observados en las economías avanzadas. Así, se registraron presiones en un amplio número de rubros, destacando los incrementos en los precios de la energía, de alimentos y de bienes subyacentes. En algunos países, además, se registraron presiones asociadas a la depreciación de sus tipos de cambio. En la mayoría de estas economías la inflación se mantuvo por encima del objetivo de sus respectivos bancos centrales, a excepción de algunas de la región asiática, tales como Indonesia y China.

Hacia delante, la posibilidad de que el conflicto entre Rusia y Ucrania derive en afectaciones prolongadas al suministro de materias primas pudiera mantener los precios de estas en niveles elevados, e incluso resultar en una mayor inflación. Por otro lado, el conflicto pudiera prolongar los cuellos de botella por afectaciones en el transporte de mercancías y la posible escasez de insumos. No obstante, el efecto de dicho choque sobre la inflación está sujeto a un alto grado de incertidumbre.

En este contexto, los bancos centrales de la mayoría de las principales economías avanzadas continuaron con sus planes de normalización de su postura monetaria. En algunos casos, se anunció una reducción gradual en la tenencia de valores, un menor ritmo en los programas de compras netas de activos o incrementos en la tasa de interés de referencia. Las expectativas de alzas en las tasas de

interés de las principales economías avanzadas se ajustaron a la baja al inicio de la invasión rusa a Ucrania, aunque estas aumentaron recientemente ante los persistentes riesgos al alza para la inflación global. Así, las expectativas extraídas de instrumentos financieros para la mayoría de las principales economías avanzadas, con base en la última información disponible, prevén un ritmo de alzas en las tasas de interés más acelerado de lo que se esperaba, anticipando incrementos a lo largo de 2022 y 2023 (Gráfica 4).

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



1/ OIS: Swap de tasa de interés fija por flotante en donde esta última está ligada a la referencia efectiva a un día.
2/ Para la tasa de referencia observada de Estados Unidos se utiliza la tasa de interés promedio del rango objetivo de la tasa de fondos federales (0.0% - 0.25%).
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 marzo, la Reserva Federal aumentó en 25 puntos base el rango objetivo de la tasa de fondos federales para ubicarlo entre 0.25 y 0.50% y señaló que anticipa que aumentos sucesivos en el rango objetivo serán apropiados. Además, indicó que el Comité Federal de Mercado Abierto (*FOMC*) espera comenzar a reducir sus tenencias de valores del Tesoro, de deuda de agencias y valores respaldados por hipotecas de agencias en una próxima reunión y que estaría preparado para ajustar la postura de la política monetaria según sea adecuado si surgen riesgos que pudieran impedir el cumplimiento de sus objetivos. Respecto del balance de la Reserva Federal, el presidente de dicha Institución declaró que este podría comenzar a reducirse tan pronto como en su próxima reunión de mayo, si bien advirtió que no es una decisión que hayan tomado aún. Agregó

que el esquema de retiro del estímulo sería similar al de la última vez que se hizo, pero que sería más rápido y mucho más temprano en el ciclo respecto al episodio previo. Por su parte, las medianas de las expectativas de inflación general del Comité se revisaron de 2.6 a 4.3% para 2022, de 2.3 a 2.7% para 2023 y de 2.1 a 2.3% para 2024. Para la inflación subyacente, las medianas se revisaron de 2.7 a 4.1% para 2022, de 2.3 a 2.6% para 2023 y de 2.1 a 2.3% para 2024. En cuanto a las expectativas de la tasa de interés de referencia, las medianas muestran un aumento de 0.875 a 1.875% para 2022, de 1.625 a 2.750% para 2023 y de 2.125 a 2.750% para 2024. No obstante, la mediana para el largo plazo disminuyó ligeramente de 2.5 a 2.375%. Lo anterior sugiere la expectativa de un total de siete alzas de 25 puntos base en la tasa de interés en 2022, que se comparan con tres alzas que se anticipaban en los pronósticos publicados en diciembre pasado. Para 2023, la mediana de los pronósticos prevé al menos tres alzas adicionales. Al respecto, el presidente de dicha Institución reiteró el 21 de marzo que, si el Comité concluye que es apropiado actuar de manera más agresiva elevando la tasa de fondos federales en más de 25 puntos base en una o varias reuniones, lo harían, y que si determinaran necesario endurecer más allá de las medidas comunes de neutralidad y adoptar una postura más restrictiva también lo podrían hacer. Lo anterior se ha reflejado en la trayectoria esperada para la tasa de fondos federales implícita en instrumentos financieros, la cual con base en la última información disponible anticipa un alza en la tasa de interés al cierre de 2022 mayor a la esperada con base en la mediana de las expectativas del Comité.

- ii) En su reunión de marzo, 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. Indicó que el Consejo de Gobierno espera que dichas tasas de interés se mantengan en los niveles actuales hasta que: i) la inflación alcance el objetivo de 2% mucho antes de la finalización del horizonte de sus proyecciones; ii) que esta se mantenga de manera duradera en dicho nivel durante el resto del horizonte de proyecciones; y iii) que ese instituto central considere que el progreso en la inflación subyacente esté lo suficientemente avanzado para ser consistente con la estabilización de la inflación en 2% en el mediano plazo. Por otro lado, apuntó 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, aceleró el ritmo de reducción de sus compras para los próximos meses. Señaló que las compras netas mensuales se ubicarán en 40 mil millones de euros en abril, en 30 mil millones de euros en mayo y en 20 mil millones de euros en junio y agregó que, si los datos respaldan la expectativa de que las perspectivas de inflación a mediano plazo no se debilitarán incluso después del término de sus compras netas de activos, el Consejo concluirá las compras netas bajo el *APP* en el tercer trimestre. Respecto de su Programa de Emergencia por la Pandemia (*PEPP*) reiteró que finalizará las compras netas de activos a finales de marzo de 2022. Además, el Consejo decidió extender la facilidad de reportos del Eurosistema para bancos centrales (*EUREP*) hasta el 15 de enero de 2023.

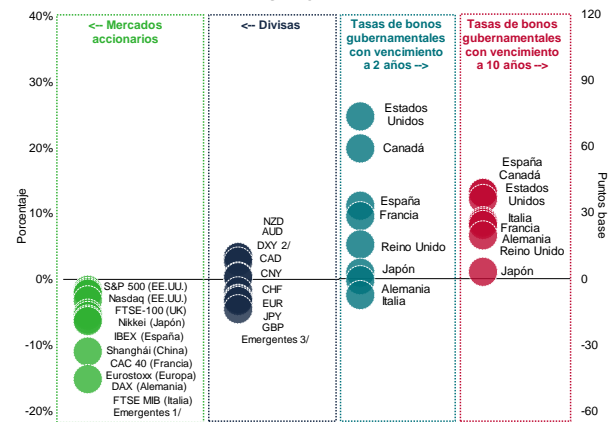
- iii) En su reunión de marzo, el Banco de Japón mantuvo sin cambio la tasa de referencia en -0.1% y el objetivo de la tasa de 10 años en alrededor de cero. Reafirmó que espera que las tasas de interés se mantengan en sus niveles actuales o incluso menores. Respecto a su programa de compras de papel comercial y bonos corporativos, reiteró que continuará sus compras hasta finales de marzo de 2022 y que a partir de abril las realizará al mismo ritmo que antes de la pandemia, de tal manera que sus montos pendientes 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 siguió incrementando sus tasas de interés de referencia; entre ellos se encuentran los bancos centrales de Brasil, Perú, Hungría, Polonia y Rusia.

Los mercados financieros internacionales registraron, particularmente a finales de febrero e inicios de marzo, un aumento importante de la volatilidad y un apretamiento en un contexto de mayor aversión al riesgo asociado al reciente conflicto geopolítico (Gráfica 5). En particular, los mercados accionarios de la mayoría de las principales economías avanzadas exhibieron un comportamiento negativo desde la segunda semana de febrero hasta la segunda semana de marzo, si bien estos se han venido recuperando en días recientes. En los mercados cambiarios, el dólar se fortaleció sustancialmente frente a la mayoría de las divisas de economías avanzadas. En lo que respecta

a las tasas de interés de bonos gubernamentales de las principales economías avanzadas, estas han aumentado significativamente en lo que va de marzo ante la perspectiva de una afectación de la actividad económica relativamente focalizada, los elevados niveles de inflación y la expectativa de una política monetaria menos acomodaticia por parte de los principales bancos centrales. En las economías emergentes, se observó un aumento generalizado en las tasas de interés de bonos gubernamentales de largo plazo, mientras que los mercados accionarios y de divisas mostraron un comportamiento diferenciado por región (Gráfica 6). Por un lado, en la región europea los índices accionarios registraron caídas importantes y las divisas se debilitaron ante su mayor exposición al conflicto bélico, destacando el desplome del mercado de valores ruso y la significativa depreciación del rublo. Por otro lado, en América Latina, los mercados de valores exhibieron ganancias y las divisas se fortalecieron, en parte beneficiados por el incremento de los precios de materias primas. En este contexto, desde la última decisión de política monetaria en México, se observó una moderación en las entradas de flujos de capital a los mercados de renta variable de las economías emergentes, destacando las salidas recientes del mercado ruso. Por otro lado, se registraron salidas de los instrumentos de renta fija, particularmente de China ante una expectativa de una política monetaria más acomodaticia en esa economía.

Gráfica 5
Variación de Indicadores Financieros
Seleccionados del 3 de febrero de 2022 al 17 de marzo 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%.
 3/ Índice de J.P. Morgan que se construye a través de un promedio ponderado del tipo de cambio nominal de divisas de países emergentes con los siguientes pesos: TRY: 8.3%, RUB: 8.3%, HUF: 8.3%, ZAR: 8.3%, BRL: 11.1%, MXN: 11.1%, CLP: 11.1%, CNH: 11.1%, INR: 11.1% y SGD: 11.1%.
 Nota: Un movimiento hacia arriba en las divisas indica apreciación.
 Fuente: Bloomberg y ICE.

Gráfica 6
Desempeño de activos de países emergentes
seleccionados a partir del 2 de febrero de 2022
 Porcentaje, puntos base

Región	País	Divisas	Bolsas	Tasas de Interés 2A	Tasas de Interés 10A	CDS
América Latina	México	0.40%	4.48%	87	85	-1
	Brasil	3.94%	1.06%	132	126	-7
	Chile	1.07%	6.04%	170	15	-5
	Colombia	2.73%	0.88%	136	91	-37
	Perú	2.70%	10.90%	8	51	-10
Europa emergente	Rusia	-56.04%	-30.29%	2,336	1,939	1,301
	Polonia	-6.43%	-6.88%	148	72	36
	Turquía	-10.10%	6.93%	299	275	57
	Rep. Checa	-5.30%	-7.80%	59	36	4
	Hungría	-8.63%	-16.76%	150	82	46
Asia	China	-0.02%	-3.28%	12	9	5
	Malasia	-0.23%	5.22%	1	2	6
	India	-1.29%	-2.84%	8	-10	15
	Filipinas	-2.55%	-6.05%	43	48	5
	Tailandia	-0.37%	0.65%	-12	12	0
	Indonesia	0.11%	3.69%	-9	29	7
África	Sudáfrica	2.14%	-0.75%	11	37	-11

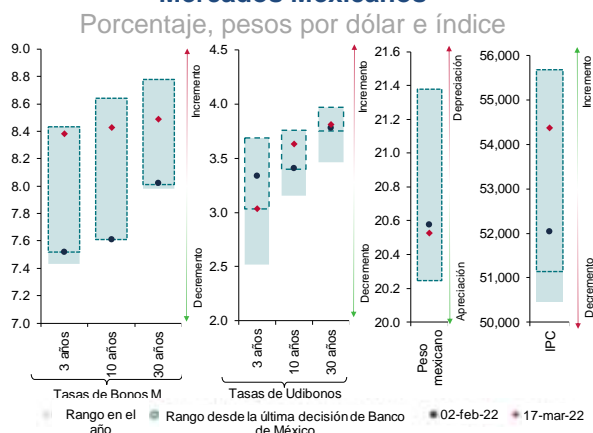
Nota: Un movimiento positivo en las divisas indica apreciación. Las tasas de interés mostradas corresponden a los bonos gubernamentales en los plazos especificados, con excepción de Hungría, donde se utilizó la tasa de interés del bono gubernamental de tres años. Por otro lado, para Filipinas se utilizó la tasa swap a un plazo de dos años y para Rusia se utilizan las tasas swap para ambos plazos.
 Fuente: Bloomberg.

A.2. Evolución de la economía mexicana

A.2.1. Mercados en México

En el contexto internacional descrito, en los mercados financieros nacionales el tipo de cambio se apreció ligeramente, si bien con algunos episodios de volatilidad, y las tasas de interés mostraron incrementos generalizados en línea con lo observado a nivel global. (Gráfica 7).

Gráfica 7
Desempeño y Condiciones de Operación de Mercados Mexicanos



Fuente: Elaboración de Banco de México

En el caso de la moneda nacional, esta operó en un rango de 1 peso con 14 centavos, entre 20.24 y 21.38 pesos por dólar, terminando el periodo con una apreciación de 0.40%. (Gráfica 8). Ello, en un contexto en el que las condiciones de operación, tanto realizadas como prospectivas, mostraron un ligero deterioro con respecto al periodo anterior.

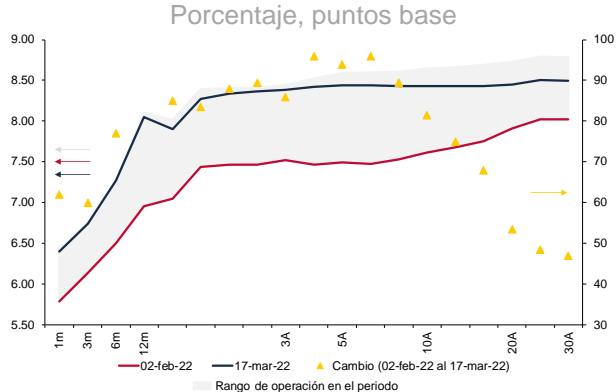
Gráfica 8
Tipo de Cambio del Peso Mexicano con Promedios Móviles



Fuente: Elaboración de Banco de México

Las tasas de interés de los valores gubernamentales presentaron movimientos al alza, en línea con los movimientos en las curvas de rendimiento a nivel global (Gráfica 9), observándose incrementos de hasta 89 puntos base en los bonos de menor duración, e incrementos de hasta 96 puntos base en los de mayor duración. La curva de rendimientos de instrumentos a tasa real mostró una dinámica similar, con movimientos de entre -30 y 33 puntos base en el corto plazo e incrementos de 6 puntos base en el largo plazo. 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 incrementos de entre 33 y 116 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 un deterioro durante el periodo que comprende la decisión de política monetaria.

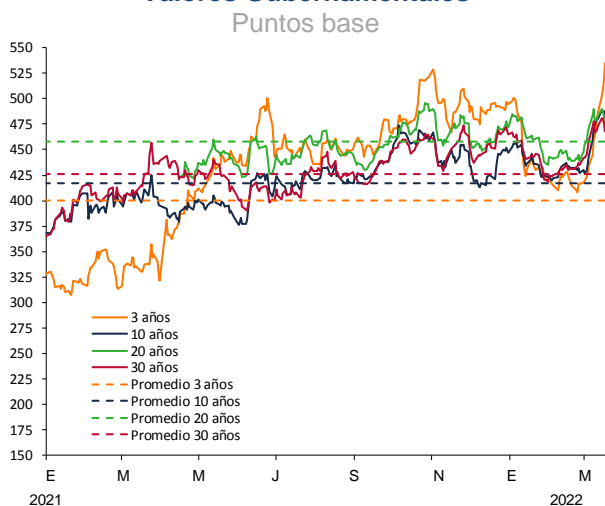
Gráfica 9
Curva de Rendimiento de Valores Gubernamentales a Tasa Nominal



Fuente: PIP

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

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



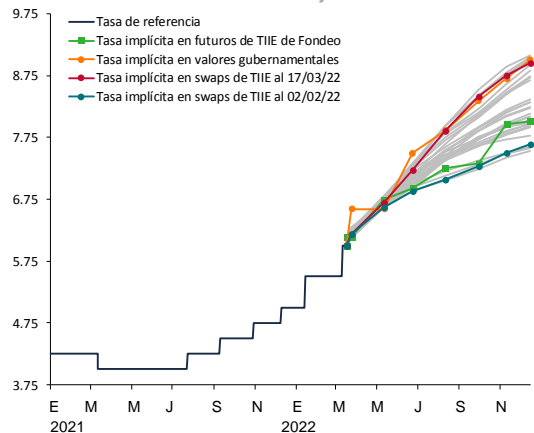
Fuente: PIP

En lo que concierne a las expectativas de la trayectoria de la tasa de referencia de política monetaria, la información implícita en la curva de *swaps* de TIIE incorpora un incremento de alrededor de 70 puntos base entre las reuniones de marzo y mayo de 2022, mientras que para el cierre de 2022 apunta a una tasa cercana a 8.95% (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 6.50% en

⁴ Se refiere al valor de las exportaciones de mercancías en dólares corrientes. Dicho valor difiere del reportado para las exportaciones de bienes en el Sistema de Cuentas Nacional de

la decisión de marzo, mientras que para finales de 2022 anticipan una tasa de 7.50%.

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



Fuente: Elaboración de Banco de México con datos Bloomberg.

A.2.2. Actividad económica en México

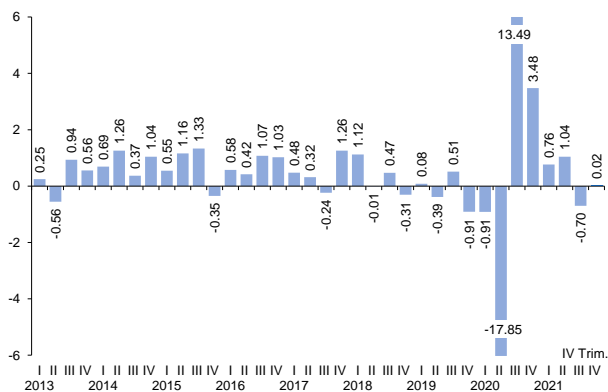
En el último trimestre de 2021 el PIB de México presentó un estancamiento (Gráfica 12), si bien en noviembre y diciembre se registró una incipiente mejora de la actividad económica, la cual podría haberse extendido a principios de 2022, a pesar del repunte de contagios por la variante ómicron en enero. Aunque la evolución más reciente de la pandemia parecería ser más favorable, el agravamiento de conflictos geopolíticos introdujo un nuevo elemento de elevada incertidumbre para la actividad económica.

Con relación a la demanda externa, en enero de 2022 tanto las exportaciones automotrices, como las del resto de manufacturas se contrajeron en el margen (Gráfica 13).⁴ A pesar de esta disminución, el agregado de las manufacturas no automotrices se mantiene en niveles relativamente elevados, al tiempo que las automotrices continúan mostrando cierta volatilidad ante la persistencia de problemas en el suministro de ciertos insumos. Por destino, las exportaciones manufactureras dirigidas a Estados Unidos se ubicaron en niveles elevados, en tanto que las dirigidas al resto del mundo continuaron exhibiendo debilidad.

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

Gráfica 12
Producto Interno Bruto

Variaciones porcentuales trimestrales, a. e.

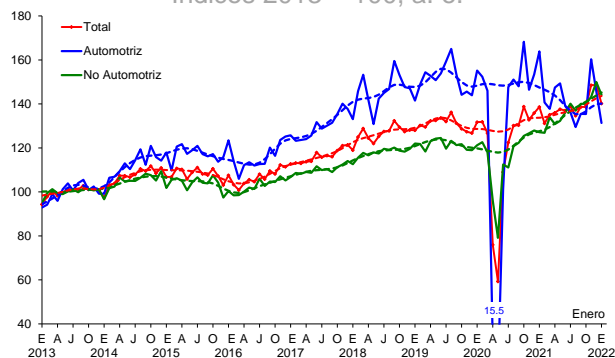


a. e. / Cifras con ajuste estacional.

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.

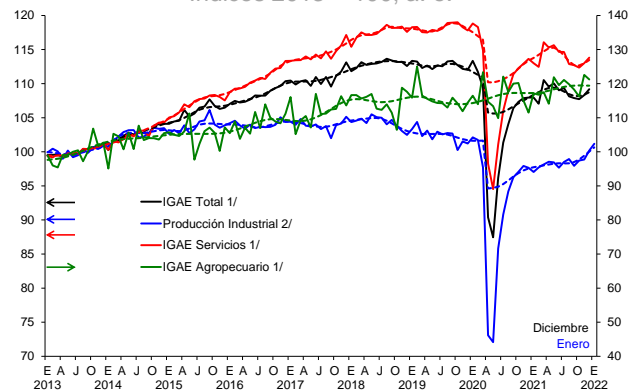
Por el lado de la demanda interna, con base en su indicador mensual, al cierre de 2021 el consumo privado continuó recuperándose, hilando seis incrementos mensuales consecutivos. Este comportamiento fue reflejo de incrementos tanto del consumo de bienes de origen nacional como importado, así como de la gradual reactivación del consumo de servicios. Por su parte, la inversión fija bruta registró una mejoría en diciembre respecto de los meses previos, si bien se mantuvo débil en general. En cuanto a sus componentes, el gasto de maquinaria y equipo continuó recuperándose, mientras que el gasto de inversión en construcción siguió mostrando un desempeño pobre.

Por el lado de la producción, a pesar del recrudescimiento de la pandemia y la persistencia de algunas disrupciones en las cadenas globales de

suministro, en enero la producción industrial siguió reactivándose (Gráfica 14). Ello reflejó el desempeño de la minería, la cual repuntó como resultado de una expansión significativa en los servicios relacionados con la minería, tales como la perforación de pozos petroleros. A su vez, las manufacturas mantuvieron una tendencia al alza, en tanto que persistió el débil desempeño de la construcción (Gráfica 15). Por su parte, en diciembre de 2021 las actividades terciarias hilaron su segunda alza mensual consecutiva, manteniendo heterogeneidad en el comportamiento de sus sectores. A su interior, destacaron las contribuciones positivas del comercio al por mayor y de los servicios de transporte e información en medios masivos. Se mantiene incertidumbre sobre el desempeño de los servicios a principios de 2022 ante el repunte de contagios por COVID-19 en el periodo.

Gráfica 14
Indicador Global de la Actividad Económica

Índices 2013 = 100, a. e.



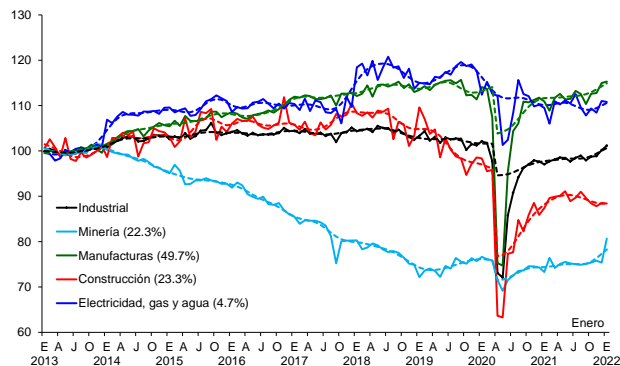
a. e. / Serie con ajuste estacional y serie de tendencia. La primera se representa con la línea sólida y la segunda con la punteada.

1/ Cifras a diciembre de 2021.

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

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

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



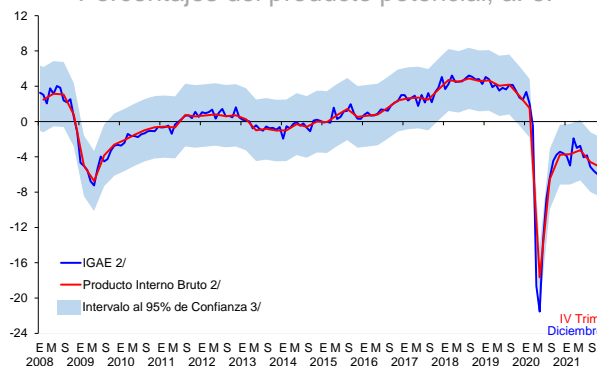
a. e. / Serie con ajuste estacional y serie de tendencia. La primera se representa con la línea sólida y la segunda con la punteada.

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

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

En cuanto a la posición cíclica de la economía, en el último trimestre de 2021 la estimación de la brecha del producto continuó sugiriendo que las condiciones de holgura mantuvieron una amplitud considerable (Gráfica 16). Se espera que en el primer trimestre de 2022 las condiciones de holgura se hayan mantenido amplias, aunque menores que las del trimestre previo. A su vez, en el contexto de la cuarta ola de contagios en el país, en enero de 2022 diversos indicadores del mercado laboral exhibieron un comportamiento mixto. En particular, las tasas de desocupación nacional y urbana se redujeron en el margen (Gráfica 17), en un contexto en el que la tasa de participación laboral y la razón de ocupación a población en edad de trabajar exhibieron una contracción, luego de que ambos indicadores registraran tres aumentos mensuales consecutivos. Por su parte, con cifras ajustadas por estacionalidad, en febrero de 2022 la creación neta de puestos de trabajo afiliados al IMSS exhibió su mayor avance mensual desde julio de 2021. Finalmente, en enero el costo unitario de la mano de obra en el sector manufacturero hiló cuatro reducciones mensuales consecutivas (Gráfica 18), como reflejo, en buena medida, de avances en la productividad laboral.

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



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

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

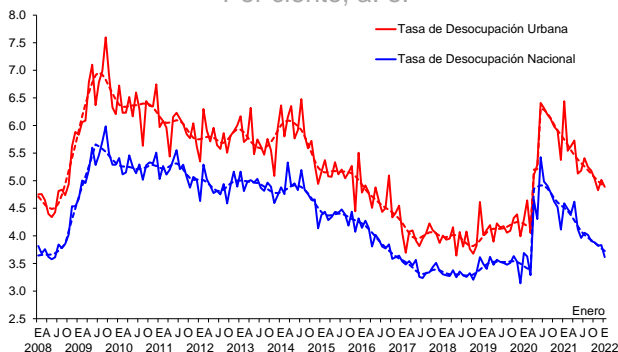
2/ Cifras del PIB al cuarto trimestre de 2021 y del IGAE a diciembre de 2021.

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

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

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

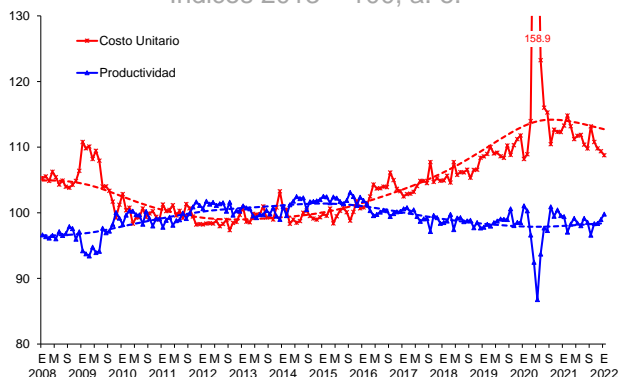
Gráfica 17
Tasa de Desocupación Nacional y Tasa de Desocupación Urbana
Por ciento, a. e.



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

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

Gráfica 18
Productividad y Costo Unitario de la Mano de Obra en el Sector Manufacturero ^{1/}
 Índices 2013 = 100, a. e.



a. e. / Serie con ajuste estacional y serie de tendencia. La primera se representa con la línea sólida y la segunda con la punteada.
 1/ Productividad con base en las horas trabajadas.

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

En enero de 2022, el financiamiento interno a las empresas registró una reducción real anual similar a la observada el mes previo. A su interior, el crédito bancario a las empresas continuó moderando su ritmo de contracción anual. Ello en un contexto en el que la demanda de crédito de las empresas siguió recuperándose, mientras que las condiciones de otorgamiento se mantuvieron relativamente estables, por lo que siguen siendo estrechas. Por su parte, las emisiones netas de deuda corporativa en el mercado interno continuaron mostrando un bajo dinamismo. En cuanto al crédito a los hogares, la cartera de vivienda de la banca comercial siguió incrementándose, si bien a un ritmo menor a partir del último trimestre de 2021. A su vez, el crédito bancario vigente al consumo continuó recuperándose, al incrementarse por cuarto mes consecutivo, como resultado principalmente del dinamismo sostenido del crédito de nómina y del otorgado a través 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 los hogares se mantuvieron estables tanto en la cartera de vivienda como en la de consumo.

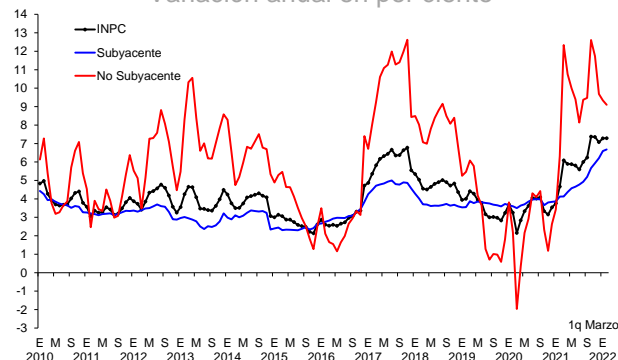
Las tasas de interés del crédito bancario a las empresas han seguido la dinámica de la tasa de fondeo bancario. Al cierre de 2021, los márgenes de intermediación del crédito a las empresas, con excepción de las emisoras, regresaron a niveles similares a los observados antes de la pandemia. A su vez, las tasas de interés del crédito a la vivienda

se mantuvieron en niveles alrededor de sus mínimos históricos. En tanto, en 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 diciembre de 2021 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 situaron 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 siguió enfrentando presiones relacionadas con la pandemia de COVID-19, aumentando de 7.07 a 7.29% entre enero y la primera quincena de marzo de 2022 (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, el cual fue parcialmente compensado por una reducción en la incidencia del componente no subyacente de 11 puntos base.

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

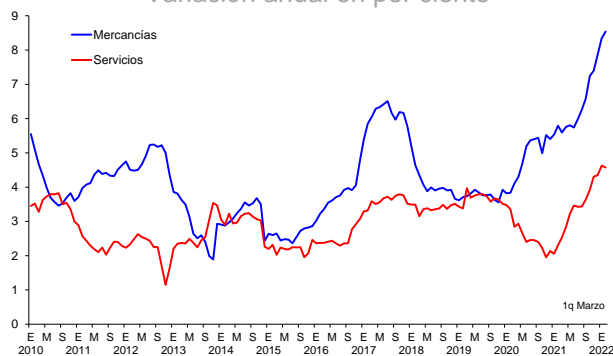


Fuente: Banco de México e INEGI.

Entre enero y la primera quincena de marzo, la inflación subyacente anual se incrementó de 6.21 a 6.68%. A su interior, los precios de las mercancías permanecen afectados por el desbalance entre oferta y demanda en diversos mercados, y los mayores costos de producción, de modo que su variación anual aumentó de 7.86 a 8.54% en ese periodo (Gráfica 20). En particular, la inflación anual de las mercancías alimenticias se incrementó de

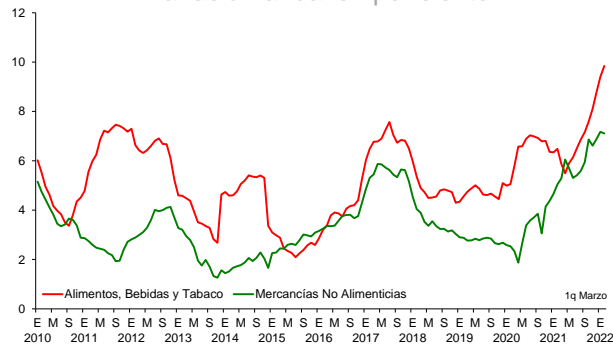
8.76 a 9.84% y la de las no alimenticias de 6.88 a 7.11% (Gráfica 21). En cuanto a la inflación anual de los servicios, esta aumentó de 4.35 a 4.57% en dicho lapso, siguiendo impulsada por la reapertura de sus actividades y el incremento en la demanda que enfrentan, que había estado contenida por varios meses, favorecida además por el avance de las campañas de vacunación. En este sentido, la inflación anual del rubro de los servicios distintos a educación y vivienda se incrementó de 6.23 a 6.51%, destacando la mayor variación anual de los precios de los servicios de alimentación.

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



Fuente: Banco de México e INEGI.

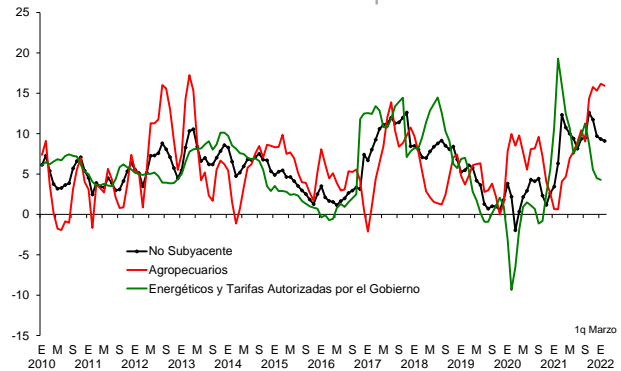
Gráfica 21
Subíndice Subyacente de las Mercancías
Variación anual en por ciento



Fuente: Banco de México e INEGI.

La inflación no subyacente anual disminuyó de 9.68 a 9.10% entre enero y la primera quincena de marzo de 2022 (Gráfica 22 y Cuadro 1). Ello fue resultado de la reducción de 6.75 a 4.60% en la inflación anual de los precios de los energéticos, reflejo a su vez de la disminución de 10.20 a 5.68% en la variación anual del precio de la gasolina. Lo anterior contrasta con los elevados niveles que registra la inflación anual de los productos agropecuarios, la cual aumentó de 15.32 a 15.93% en dicho 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 enero y febrero la mediana para la inflación general para el cierre de 2022 aumentó de 4.27 a 4.68%, mientras que la correspondiente al componente subyacente pasó de 4.29 a 4.62%. A su vez, la mediana de las expectativas para la inflación general al cierre de 2023 se ajustó de 3.76 a 3.80%, en tanto que la mediana para la inflación subyacente aumentó de 3.60 a 3.70%. Por su parte, la mediana de las expectativas de inflación general para el mediano plazo se incrementó de 3.64 a 3.70%, mientras que para la inflación subyacente la mediana se mantuvo en 3.60%. Las correspondientes al largo plazo permanecieron alrededor de 3.50%. Finalmente, la compensación por inflación y riesgo inflacionario aumentó y se mantiene en niveles elevados. Al interior, las expectativas implícitas en instrumentos de mercado continuaron con su tendencia al alza, al tiempo que la prima por riesgo inflacionario se mantuvo elevada.

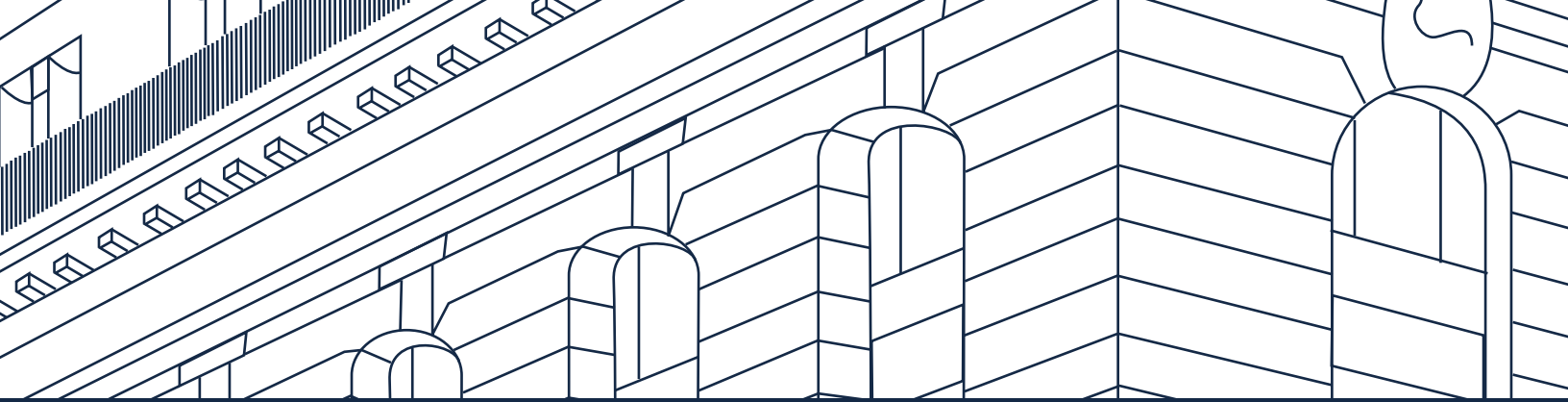
Ante las mayores presiones inflacionarias, ahora se prevé que la convergencia a la meta de 3% se alcance en el primer trimestre de 2024. Esta previsión está sujeta a riesgos. Al alza: i) persistencia de la inflación subyacente en niveles elevados; ii) presiones inflacionarias externas derivadas de la pandemia; iii) mayores presiones en los precios agropecuarios y energéticos por el reciente conflicto geopolítico; iv) depreciación

cambiaria; y v) presiones de costos. A la baja: i) una disminución en la intensidad del conflicto bélico; ii) un efecto mayor al esperado de la brecha negativa del producto; iii) precios de los energéticos menores a lo previsto; y iv) apreciación cambiaria. El balance de riesgos respecto a la trayectoria prevista para la inflación en el horizonte de pronóstico se ha deteriorado y se mantiene sesgado al alza.

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

Concepto	Enero 2022	Febrero 2022	1q Marzo 2022
INPC	7.07	7.28	7.29
Subyacente	6.21	6.59	6.68
Mercancías	7.86	8.34	8.54
Alimentos, Bebidas y Tabaco	8.76	9.40	9.84
Mercancías No Alimenticias	6.88	7.18	7.11
Servicios	4.35	4.62	4.57
Vivienda	2.61	2.72	2.71
Educación (Colegiaturas)	2.73	3.19	3.18
Otros Servicios	6.23	6.62	6.51
No Subyacente	9.68	9.34	9.10
Agropecuarios	15.32	16.17	15.93
Frutas y Verduras	18.44	19.60	20.11
Pecuarios	12.87	13.57	12.80
Energéticos y Tarifas Aut. por Gobierno	5.56	4.48	4.28
Energéticos	6.75	4.97	4.60
Tarifas Autorizadas por Gobierno	2.74	3.27	3.47

Fuente: INEGI.



BANCO DE MÉXICO®

Documento publicado el 7 de abril de 2022

