



BANCO DE MÉXICO®

## Minuta número 94

Reunión de la Junta de Gobierno del Banco de México, con motivo de la  
decisión de política monetaria anunciada el 11 de agosto 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:**  
10 de agosto 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 la actividad económica mundial se debilitó durante el segundo trimestre. Destacó que indicadores oportunos sugieren que esto continuaría en el tercer trimestre. Comentó que la actividad se vio afectada principalmente por la desaceleración en China ante las restricciones a la movilidad, por las repercusiones del conflicto bélico, y por el apretamiento de las condiciones financieras y monetarias globales. Resaltó que, en particular, en Estados Unidos el PIB cayó por segundo trimestre consecutivo. Uno detalló que ello estuvo asociado a una disminución de inventarios y, en menor medida, a la reducción de la inversión. Agregó que algunos indicadores vinculados al sector inmobiliario de ese país presentan una moderación importante. No obstante, la mayoría resaltó que la creación de empleo en Estados Unidos se aceleró a inicios del tercer trimestre. Uno comentó que ello se considera incompatible con un escenario recesivo. Otro mencionó que se empieza a apreciar un incipiente cambio de tendencia en

algunos indicadores, como plazas vacantes y solicitudes iniciales del seguro de desempleo.

La mayoría subrayó que los pronósticos de crecimiento para la economía mundial se ajustaron a la baja. Agregó que se han exacerbado los temores de recesión en el futuro cercano. Entre los riesgos para la economía global destacó los asociados a la pandemia, mayores ajustes a las condiciones monetarias y financieras, y el agravamiento de las tensiones geopolíticas. Algunos comentaron que estos factores han derivado en un ambiente de incertidumbre y aversión al riesgo. Uno consideró que el balance de riesgos para la actividad mundial se mantiene sesgado a la baja.

La mayoría señaló que la inflación global siguió aumentando, alcanzando nuevamente en algunos casos su mayor nivel en décadas. Ello en un entorno en que persisten desbalances entre demanda y oferta en diversos mercados, y precios aún elevados de alimentos y energéticos. No obstante, subrayó que los precios de diversas materias primas recientemente se han estabilizado e incluso han registrado disminuciones. Algunos agregaron que las interrupciones en las cadenas de suministro se han atenuado en el margen. Uno resaltó que se revisaron al alza las trayectorias esperadas para la inflación en el corto plazo para las principales economías avanzadas, aunque manteniendo la convergencia a los objetivos de sus respectivos bancos centrales hacia finales de 2023 e inicios de 2024. Otro comentó que el crecimiento de los precios de insumos y bienes finales reportado en encuestas a gerentes de compras se ha moderado, que las expectativas de inflación implícitas en instrumentos de mercado han disminuido, y que el gasto agregado mundial se ha moderado. Argumentó que todo lo anterior permite prever que el ajuste a la baja de la inflación global ya ha iniciado. Señaló que estos avances se reflejan en el dato más reciente de inflación en Estados Unidos. La mayoría detalló que, aunque la inflación general en dicha economía disminuyó entre junio y julio, aún se mantiene elevada. Uno consideró que hay indicios de que ha alcanzado un pico. Otro subrayó que la inflación subyacente se mantuvo elevada, reflejando las presiones provenientes del mercado laboral. Algunos comentaron que el deflactor del gasto en consumo personal se incrementó entre mayo y junio. Uno destacó que cerca del 70% de los componentes de esta medida de inflación presentaron variaciones anuales superiores al 4%. Otro mencionó que en la zona del euro la inflación general anual continuó

aumentando entre junio y julio. **Algunos** señalaron que en las economías emergentes la inflación también ha continuado incrementándose. **Uno** notó su persistencia en América Latina, donde las caídas en los precios de las materias primas no se han reflejado en una menor inflación, lo que podría implicar la presencia de efectos de segundo orden.

**Todos comentaron que un amplio número de bancos centrales continuó incrementando sus tasas de referencia. La mayoría notó que en algunos casos lo hicieron en mayor magnitud a lo previsto. Respecto de la Reserva Federal, mencionó que en su decisión más reciente aumentó el rango objetivo para la tasa de fondos federales en 75 puntos base por segunda vez consecutiva y anticipó futuros incrementos.** **Algunos** comentaron que el Banco Central Europeo aumentó en 50 puntos base su tasa de referencia. **Uno** agregó que dicha Institución dio a conocer su estrategia para evitar la fragmentación de los mercados de deuda soberana europea, restablecer condiciones ordenadas de operación, y restringir riesgos para la conducción de la política monetaria. En cuanto a las economías emergentes, mencionó que sus bancos centrales también continuaron incrementando sus tasas de referencia. **Otro** apuntó que existe cierta heterogeneidad en el apretamiento monetario de estas economías, la cual depende de la existencia o no de presiones de demanda y de los niveles inflacionarios observados. Apuntó que en la mayoría de ellas las tasas reales se mantienen en niveles bajos o incluso negativos. Agregó que México continúa ubicándose como una de las economías con mayor tasa de interés real en el mundo.

**La mayoría mencionó que prevalece incertidumbre sobre la trayectoria futura de política monetaria a nivel global. Destacó que varios bancos centrales han adoptado una guía futura que condiciona los movimientos de tasas a la evolución de los datos.** **Algunos** coincidieron en que la desaceleración de la actividad económica global ha moderado la expectativa de una reducción acelerada del estímulo monetario. **Algunos** agregaron que se espera que las tasas de interés de algunas economías disminuyan a partir del segundo trimestre de 2023. **Uno** señaló que los mercados financieros prevén que la tasa de la Reserva Federal llegará a niveles superiores a 3.5% para el cierre de 2022. **Otro** destacó que de acuerdo con dicha Institución la magnitud de las próximas alzas de tasa está por discutirse. **Uno** mencionó que dicho banco central señaló que, aunque la tasa de interés ya se encontraba en un nivel neutral, se anticipaba la

necesidad de llegar a un nivel más restrictivo, lo que generó incertidumbre sobre el valor terminal de la tasa de la Reserva Federal en el ciclo actual. **Otro** opinó que prevalece cierto optimismo injustificado en torno a la política monetaria estadounidense en relación a la expectativa de un “aterrizaje suave” y rápido. Enfatizó que un análisis histórico de sus periodos desinflacionarios sugiere que la política monetaria actual está rezagada y que se requiere de un esfuerzo monetario mayor de lo previsto para llevar la inflación al objetivo. Añadió que durante las últimas décadas la Reserva Federal no ha logrado reducir una inflación mayor a 3% sin ocasionar un deterioro significativo en la actividad económica y en el empleo. Por consiguiente, consideró sorprendente que las proyecciones de dicho Instituto anticipen reducir la inflación en poco tiempo, con una tasa de referencia baja y sin afectar al empleo.

**Todos mencionaron que los mercados financieros internacionales registraron volatilidad, en un entorno donde las condiciones financieras se mantuvieron apretadas y la actividad económica se debilitó.** **Algunos** notaron una reducción en el apetito por riesgo. **Uno** señaló que las nuevas tensiones geopolíticas entre Estados Unidos y China se unen a la incertidumbre derivada por el conflicto bélico ruso-ucraniano. **Otro** agregó que la volatilidad implícita en las opciones cambiarias indica mayor incertidumbre. **La mayoría destacó que el dólar se apreció de manera generalizada. Mencionó la disminución de las tasas de interés de bonos gubernamentales, en especial de las de largo plazo.** **Uno** añadió que algunos indicadores prospectivos de tasas muestran una tendencia a la baja. **Otro** comentó que los diferenciales de bonos corporativos tuvieron un comportamiento mixto. **La mayoría señaló que los mercados accionarios registraron ganancias.** **Uno** comentó que este comportamiento fue apoyado por los menores costos de financiamiento y recientemente por los datos favorables de inflación en Estados Unidos. **Otro** señaló que, en las economías emergentes, el comportamiento de las curvas de rendimiento fue mixto, mientras que el mercado cambiario tuvo un desempeño negativo y el accionario uno positivo. Destacó que, por primera vez, se observaron flujos de salida en el mercado de renta variable, mientras que el de renta fija mantiene un balance negativo. **Uno** mencionó que, en la mayoría de estas economías, las primas de riesgo registraron un comportamiento ligeramente positivo en el periodo.

## **Actividad Económica en México**

**La mayoría señaló que la actividad económica siguió recuperándose y que la información oportuna indica que en el segundo trimestre de 2022 avanzó a un ritmo similar al del trimestre anterior. Algunos** destacaron que la recuperación económica continuó a pesar del entorno complejo y del repunte de contagios. No obstante, **algunos** notaron que todavía es incompleta. **Uno** resaltó que las cifras mensuales del IGAE (Indicador Global de la Actividad Económica) indican que en el bimestre mayo-junio se registró cierta moderación en el ritmo de recuperación. Agregó que algunos indicadores de alta frecuencia sugieren que dicha moderación podría haber continuado a inicios del tercer trimestre.

**Por el lado de la oferta, la mayoría mencionó que la producción industrial siguió recuperándose, apoyada por avances en el sector manufacturero. Algunos** agregaron que también contribuyó a ello una ligera reactivación en la construcción. **Uno** apuntó que la minería y la construcción mantienen un comportamiento plano desde los primeros meses de 2021. **La mayoría señaló que los servicios siguieron expandiéndose**, si bien **algunos** destacaron que su recuperación ha sido heterogénea. **Uno** notó que tanto en la actividad industrial como en los servicios se observó una moderación en el bimestre mayo-junio.

**Por el lado de la demanda, la mayoría comentó que el consumo siguió recuperándose. Algunos** notaron que la reactivación ha sido en mayor medida en el consumo de bienes importados. **Uno** puntualizó que este se encuentra cerca de 30% por encima de su nivel previo a la pandemia, mientras que el de bienes nacionales apenas ha recuperado dicho nivel. **La mayoría mencionó que diversos indicadores como la confianza del consumidor, las ventas al menudeo y el ingreso real promedio, entre otros, sugieren que el consumo privado ha comenzado a desacelerarse.** No obstante, **algunos** mencionaron que ciertos determinantes del consumo, como las remesas y la masa salarial en términos reales, permanecen en niveles elevados. **La mayoría resaltó que la inversión mostró cierta mejoría**, si bien **algunos** puntualizaron que se desaceleró en mayo. **Algunos** señalaron que la inversión se ha visto impulsada por el gasto en maquinaria y equipo, mientras que el gasto en construcción continúa mostrando atonía. **En cuanto al sector externo, la mayoría destacó la expansión de las exportaciones manufactureras, tanto automotrices como no automotrices. Uno** resaltó que el aumento de las exportaciones

manufactureras se ha debido tanto a aumentos en el volumen como en sus precios. Sin embargo, **algunos** notaron una moderación en su ritmo de crecimiento.

**La mayoría mencionó que diversos indicadores del mercado laboral han seguido mejorando. No obstante, señaló que la recuperación continúa siendo incompleta. Uno** apuntó que la mejoría del empleo se observó en la mayoría de los sectores económicos. **Otro** notó que la tasa de participación laboral y la razón de ocupación a población en edad de trabajar siguieron avanzando hacia sus niveles pre-pandemia, al tiempo que las tasas de desocupación nacional y urbana se ubicaron en niveles bajos. **Uno** señaló que las revisiones salariales nominales anuales de los trabajadores asegurados en el IMSS registraron incrementos máximos, de 11.5% en julio, mientras que las del sector privado han fluctuado entre 7 y 9% durante el año. Advirtió que dichos aumentos podrían indicar cierta contaminación en los salarios por los altos niveles de inflación. Consideró que estos incrementos contrastan con el ajuste promedio de 3.5% registrado en el sector público. No obstante, **algunos** resaltaron que ciertos indicadores del mercado laboral presentan debilidad, como la tasa de desocupación extendida, que incluye a personas desocupadas, subocupadas, y aquellas no económicamente activas, pero con disposición para trabajar, la cual aún se encuentra por encima de sus niveles pre-pandemia.

**La mayoría apuntó que las condiciones de holgura en la economía se han reducido.** No obstante, **uno** comentó que la holgura en la actividad económica y en el mercado laboral continúa siendo amplia. **Otro** puntualizó que, al excluir los servicios profesionales y de apoyo, la brecha parece haberse cerrado. No obstante, advirtió que estas estimaciones deben tomarse con cautela, ya que sus mediciones muestran un amplio rango de variabilidad, dependiendo de la metodología que se utilice.

**La mayoría coincidió en que se mantiene un entorno incierto para la recuperación económica. Uno** señaló que se espera que la recuperación continúe, si bien a un menor ritmo que en el primer semestre. **Algunos** mencionaron que existen riesgos asociados a una menor demanda externa de Estados Unidos y a fuertes presiones inflacionarias. **Uno** detalló que una encuesta a empresas identificó como principal obstáculo para las ventas y la inversión el desempeño observado y esperado de la inflación, debido a sus efectos nocivos sobre el

poder adquisitivo de los consumidores y a la dificultad para hacer planes a futuro. **Algunos** añadieron como riesgo las condiciones de sequía que enfrenta el país. **Uno** puntualizó que ello podría afectar a las actividades primarias y a la industria manufacturera en las regiones afectadas. **Algunos** coincidieron en que el balance de riesgos para la actividad económica está sesgado a la baja.

### **Inflación en México**

**Todos destacaron los niveles elevados en los que se ubica la inflación. La mayoría indicó que en julio las inflaciones general y subyacente registraron tasas anuales de 8.15 y 7.65% respectivamente. Uno** apuntó que la acumulación de choques inflacionarios inesperados, subsecuentes, de amplio espectro, profundos, y duraderos se ha reflejado en incrementos significativos en los precios de la mayoría de los rubros del INPC. **Otro** mencionó que en repetidas ocasiones la inflación general ha sorprendido al alza desde inicios de 2021. **Uno** resaltó que en julio la tasa mensual anualizada para la inflación general fue significativamente mayor a su promedio pre-pandemia, lo que implica que las presiones en el margen han continuado, si bien disminuyeron ligeramente con respecto a los cuatro meses previos. **La mayoría indicó que la inflación en México responde en parte a un fenómeno global. Algunos** precisaron que esto ocurre directamente por el contenido importado de los productos, o indirectamente por la incidencia que tienen las referencias internacionales en los precios locales. **Uno** destacó que lo anterior representa un reto importante para la formación de precios. No obstante, **otro** señaló que también se han observado presiones internas en los precios de algunos productos debido a la inseguridad en el país. **Uno** comentó que la inflación general ha sido afectada principalmente por el aumento de la incidencia del componente subyacente. **Otro** subrayó la pronunciada tendencia al alza que ha exhibido la inflación de los alimentos procesados y no procesados, cuya incidencia explica más de la mitad del nivel de inflación general de julio, contribución mayor a la de cerca de un tercio que se observó en promedio entre 2017 y 2019.

**La mayoría mencionó que la inflación subyacente continuó en niveles altos. Algunos** apuntaron que este componente mantiene una preocupante trayectoria al alza. **Uno** agregó que sigue registrando una persistencia significativa. **Otro** destacó que se acumularon veinte meses consecutivos de incrementos. Notó que todos sus

componentes, excepto los servicios de telecomunicaciones, registran variaciones mensuales desestacionalizadas superiores al promedio de los últimos diez años. **Uno** detalló que la inflación subyacente sigue presionada por incrementos en los costos de producción, por los aumentos en los precios de diversos insumos y por las interrupciones en las cadenas de producción y distribución. Añadió que estos factores han dificultado el ajuste de la oferta frente a una demanda elevada a nivel global. **Algunos** destacaron que la inflación de las mercancías alcanzó dos dígitos. **Uno** comentó que sus componentes han experimentado choques continuos durante tres años. **La mayoría señaló que la inflación de las mercancías alimenticias registró el mayor incremento, ubicándose en 12.09% en julio. Uno** enfatizó que este componente ha crecido a doble dígito por cinco meses y que el panorama es complejo, incluso si se excluye del cálculo de la inflación subyacente a los precios de las mercancías alimenticias, como ocurre en Estados Unidos. Puntualizó que las inflaciones de las mercancías no alimenticias y de los servicios se han consolidado por encima de 4%. **Otro** señaló que es preocupante que la inflación de servicios, la cual refleja mejor las presiones internas, haya mantenido una tendencia alcista por más de un año y se ubique en niveles cercanos al 5%. **Uno** comentó que dicha inflación aumentó por mayores variaciones en los precios de los servicios turísticos y de alimentación. Destacó que la inflación de servicios es la más alta que se haya visto desde 2009 y que aquellos servicios distintos a la vivienda y la educación presentan su mayor variación en los últimos veinte años. **Otro** notó que en el margen las presiones sobre los precios de las mercancías continuaron siendo similares a las de meses recientes, mientras que para los precios de los servicios se registró cierta reducción.

**Todos notaron que la inflación no subyacente sigue en niveles elevados, afectada principalmente por el rubro de bienes agropecuarios. Algunos** destacaron que la inflación de estos bienes mostró un crecimiento de dos dígitos. **Uno** agregó que esta se ha visto presionada por mayores precios de insumos, como fertilizantes y granos. **La mayoría comentó que la inflación de los energéticos se ha mantenido en niveles relativamente bajos. Algunos** precisaron que las variaciones de este componente han estado contenidas por las políticas del Gobierno Federal. **Uno** subrayó que la dinámica del subíndice de los energéticos estuvo influida por menores variaciones en los precios del gas L.P.

**Todos mencionaron que las expectativas de las inflaciones general y subyacente para 2022 volvieron a incrementarse. La mayoría señaló que las de 2023 y las de mediano plazo aumentaron, si bien en menor medida. Uno** indicó que las expectativas para los siguientes 12 meses hilaron cinco meses consecutivos en un valor estable, aunque por encima de la meta de 3%. **Otro** apuntó que, si bien el deterioro de las expectativas de mediano plazo se ha aminorado en el margen, aún se encuentran afectadas. **Algunos** notaron que las de largo plazo para la general se mantuvieron estables, aunque en niveles superiores a la meta. **Algunos** subrayaron que las de largo plazo de la subyacente tuvieron un incremento en el margen. **Uno** precisó que entre mayo y julio las expectativas correspondientes a los próximos cuatro años pasaron de 3.70 a 3.83%, mientras que las referentes a los siguientes 5 a 8 años se ajustaron de 3.50 a 3.57%. **Algunos** consideraron preocupante el gradual deterioro de las expectativas de largo plazo. **Uno** mencionó que lo anterior podría dar señales del inicio de un proceso de desanclaje de las expectativas. **Otro** indicó que esto podría sugerir afectaciones al proceso de formación de precios. Respecto de las expectativas extraídas de instrumentos de mercado, **algunos** señalaron que han continuado deteriorándose. No obstante, **algunos** apuntaron que la compensación por inflación y riesgo inflacionario disminuyó en todos sus plazos. **Uno** destacó que las expectativas de mercado de más largo plazo permanecieron en niveles cercanos a la meta del 3%, aunque con ligeros aumentos en el margen.

**La mayoría indicó que, ante presiones inflacionarias mayores a las anticipadas, los pronósticos para las inflaciones general y subyacente se revisaron al alza hasta el tercer trimestre de 2023. Señaló que se sigue previendo que la convergencia a la meta de 3% se alcance en el primer trimestre de 2024. Algunos** subrayaron que se continúa anticipando que la inflación alcance su nivel máximo en el tercer trimestre de este año. **Uno** señaló que la inflación observada y la esperada siguen ubicándose en niveles incompatibles con el objetivo de 3%, en un contexto de marcada incertidumbre. **Otro** destacó que, si bien es posible observar un pico en el tercer trimestre, es casi un hecho que para fin de año la inflación se situará por encima de 8%. Señaló que, ante la persistencia de la inflación, se consolidan las dudas sobre si el punto de inflexión en su tendencia está cerca. Apuntó que es altamente probable que el pico inflacionario se alcance después de lo previsto. Comentó que en cada revisión del pronóstico de

inflación se incorpora que esta llegará a un nivel más elevado y en una fecha posterior a lo anticipado, por lo que no es posible asegurar que se ha llegado al pico del ciclo inflacionario.

Entre los riesgos al alza para la inflación, **algunos** mencionaron las presiones de costos. **Uno** destacó los costos laborales. Apuntó que en 2022 y 2023 podrían presentarse incrementos al salario mínimo por encima del 20%. Observó que estos se materializarían justo cuando se prevé que la inflación comience a converger a su meta. **Algunos** notaron que la sequía en diversas zonas del país podría presionar aún más los precios de productos agrícolas y pecuarios. **Uno** resaltó como riesgos adicionales: i) la persistencia de la inflación subyacente en niveles elevados; ii) las presiones inflacionarias externas derivadas de la pandemia; iii) la continuación de las presiones en los precios agropecuarios y energéticos por el conflicto geopolítico; y iv) una depreciación cambiaria. Entre los riesgos a la baja, señaló: i) una desaceleración de la actividad económica mundial mayor a la anticipada; ii) una disminución en la intensidad del conflicto bélico; iii) un mejor funcionamiento de las cadenas de suministro; iv) un efecto mayor al esperado de la brecha negativa del producto; y v) una contribución mayor a la esperada del Paquete Contra la Inflación y la Carestía (PACIC). Comentó que la inflación global y en México eventualmente tendrían un comportamiento favorable en la medida que las acciones de la Reserva Federal contribuyan a reducir la inflación en Estados Unidos. **Otro** indicó que, si bien la inflación global y en ese país podría haber alcanzado su nivel máximo, esto no se traducirá necesariamente en una reducción inmediata de la inflación en México, dado el rezago entre el ciclo inflacionario global y el doméstico. **La mayoría sostuvo que el balance de riesgos respecto de la trayectoria prevista para la inflación en el horizonte de pronóstico continúa con un considerable sesgo al alza.**

### **Entorno Macrofinanciero**

**Respecto de los mercados financieros nacionales, la mayoría enfatizó la resiliencia del tipo de cambio, si bien este presentó episodios de volatilidad. Resaltó que la resiliencia de la moneda nacional en relación con otras divisas obedeció, en parte, al amplio diferencial de tasas de interés ajustado por volatilidad con respecto a Estados Unidos. También destacó los sólidos fundamentos macroeconómicos del país. Uno** señaló que el peso destacó como la segunda divisa

con mejor desempeño durante el periodo, solo ligeramente por debajo del real brasileño.

**La mayoría señaló que las tasas de interés de corto plazo aumentaron y que las de mayor plazo disminuyeron. Uno** comentó que el aplanamiento de las curvas de rendimiento fue apoyado por entradas de Udibonos y marginalmente de Bonos-M. Añadió que el diferencial de tasas en Bonos-M y bonos del Tesoro también se ajustó a la baja. **La mayoría señaló que el mercado accionario mantuvo un desempeño estable. Uno** comentó que este se vio favorecido en días recientes por un mayor apetito al riesgo. **Otro** agregó que la prima por incumplimiento crediticio a distintos plazos se desplazó hacia abajo. **Algunos** resaltaron que la mayor astringencia en las condiciones monetarias y el incremento de las tensiones geopolíticas son una fuente de incertidumbre y volatilidad para los mercados financieros nacionales y han generado un ambiente de aversión al riesgo.

**Algunos** señalaron que las rondas de consultas para la solución de controversias con Estados Unidos y Canadá sobre las políticas energéticas de México en el marco del T-MEC podrían tener repercusiones importantes para la economía nacional. **Uno** advirtió que podrían derivar en aranceles compensatorios que se traducirían en presiones sobre la balanza de pagos. **Otro** notó que una calificadora ratificó la nota soberana del país al tiempo que modificó la perspectiva de negativa a estable, mientras que otra calificadora degradó la nota soberana y recortó la calificación de Pemex. Al respecto, **uno** destacó que hay factores de presión interna que podrían incrementar la prima de riesgo idiosincrático.

**Algunos** notaron que las condiciones de financiamiento al sector privado han mejorado en el margen. Destacaron que en el segundo trimestre de 2022 el financiamiento interno a las empresas continuó moderando su ritmo de contracción a tasa anual. Detallaron que el crédito de la banca comercial a empresas siguió recuperándose. Apuntaron que esto se dio en un contexto de mayor demanda por parte de las empresas y a pesar de un mayor apretamiento monetario. **Uno** notó que las condiciones de otorgamiento para las empresas de menor tamaño se han relajado desde la segunda mitad de 2021. Agregó que las tasas de crédito empresarial se situaron en niveles similares a los observados antes de la pandemia y que la morosidad continuó disminuyendo. En contraste, alertó que la banca de desarrollo presentó una contracción de 13.6% en el monto de financiamiento

a empresas, comparado con una expansión de 2.1% por parte de la banca comercial. En el caso del financiamiento a hogares, **otro** mencionó que el crédito a la vivienda continuó presentando un crecimiento real anual moderado. Agregó que el crédito al consumo continuó incrementándose en términos reales anuales, como resultado principalmente del dinamismo sostenido del crédito de nómina y de la cartera de tarjetas de crédito, así como de la reciente recuperación en la cartera de créditos personales.

### **Política Monetaria**

**La Junta de Gobierno evaluó la magnitud y diversidad de los choques que han afectado a la inflación y sus determinantes, así como la evolución de las expectativas de mediano y largo plazos y el proceso de formación de precios. Consideró los mayores retos para la conducción de la política monetaria ante el apretamiento de las condiciones financieras globales, el entorno de acentuada incertidumbre, las presiones inflacionarias acumuladas de la pandemia y del conflicto geopolítico, y la posibilidad de mayores afectaciones a la inflación. Con base en ello, todos los miembros votaron por incrementar en 75 puntos base el objetivo para la Tasa de Interés Interbancaria a un día a un nivel de 8.50%. 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 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 en el plazo en el que opera la política monetaria como con un ajuste adecuado de la economía y de los mercados financieros. Añadió que valorará la magnitud de los ajustes al alza en la tasa de referencia de sus próximas reuniones de acuerdo con las circunstancias prevalecientes.**

**Un miembro** expresó que México, al igual que la mayoría de las economías, ha enfrentado un entorno sumamente complejo e incierto debido a la confluencia de choques que han causado presiones inflacionarias generalizadas y de gran magnitud. En este contexto, consideró que ha sido imperativo enfocarse en establecer una postura de política



monetaria propicia para un ajuste adecuado de los precios relativos y de los mercados financieros nacionales. Señaló que el Banco de México ha actuado con oportunidad y firmeza, considerando: i) el impacto que un periodo prolongado de inflación muy por encima de la meta pudiera tener sobre las expectativas de inflación de mayor plazo; ii) los elevados costos sociales y económicos derivados de la inflación; y iii) el riesgo de un comportamiento desordenado de los mercados financieros, incluido el cambiario. Recordó que, si bien de junio de 2021 a junio de 2022 la tasa de referencia se incrementó en 375 puntos base, hasta principios de 2022 el impacto en la tasa de interés real ex-ante había sido parcialmente contrarrestado por los aumentos en las expectativas de inflación ante los choques adicionales e inesperados que se fueron observando. No obstante, estimó que, dado el incremento de 75 puntos base de la decisión anterior, un incremento adicional de 75 puntos base en la decisión actual permitiría que la tasa real ex-ante se situara en terreno restrictivo. Consideró que un incremento de menor magnitud sería insuficiente para que la tasa real rebasara el rango estimado para la tasa de interés neutral. Expresó que es primordial que el Banco de México actúe con contundencia para evitar un deterioro en el proceso de formación de precios. Añadió que, ante la complejidad del entorno, caracterizado por condiciones financieras globales más astringentes y por una elevada incertidumbre, es responsabilidad del Banco Central tomar las medidas necesarias para cumplir con su mandato constitucional, lo cual aumenta la importancia de un incremento contundente de la tasa de referencia en esta decisión. Advirtió que para garantizar la convergencia de la inflación a su meta se requerirán ajustes al alza adicionales en la tasa de referencia cuya magnitud se deberá valorar de acuerdo con la información disponible.

**Otro miembro** consideró que el panorama inflacionario confirma que se está al inicio de un proceso de desanclaje de las expectativas de inflación. Mencionó que, en su opinión, es evidente que los ajustes instrumentados en la postura de política monetaria han sido insuficientes para contrarrestar el deterioro en el proceso de formación de precios y los aumentos en las expectativas inflacionarias, por lo que consideró como absolutamente necesario llevar la tasa real a terreno restrictivo. Señaló que solo a través de acciones firmes y contundentes se logrará restituir la confianza en el compromiso del Banco Central con la convergencia de la inflación a la meta en el horizonte de planeación. Agregó que el deterioro en

el entorno económico, los conflictos geopolíticos, así como la incertidumbre sobre el restablecimiento de las cadenas de suministro y la trayectoria futura de la inflación a nivel global, imponen un reto aún mayor a la conducción de la política monetaria, por lo que se podría presenciar el inicio de un periodo de tasas de interés elevadas y debilidad económica. Destacó que además de descifrar el ritmo adecuado de ajuste también debe definirse el tiempo de permanencia en terreno restrictivo. Consideró que actualmente el principal riesgo es la posibilidad de cambios no previstos en la política monetaria en Estados Unidos. Argumentó que frente a un panorama complejo es indispensable mantener un enfoque de administración de riesgos, continuar el ritmo de apretamiento de la postura monetaria, abatir la inercia inflacionaria, fortalecer la confianza y anclar las expectativas de inflación alrededor del 3%, así como propiciar un ajuste ordenado de los mercados ante condiciones financieras más apretadas. Añadió que el comunicado de la decisión debe permitir al mercado anticipar condiciones monetarias futuras más restrictivas. Preciso que dada la elevada incertidumbre que prevalece en el entorno económico, dicha guía futura debe garantizar flexibilidad y reiterar que el Banco de México actuará con la contundencia necesaria. Opinó que la cantidad de choques que ha enfrentado la economía, así como su intensidad y duración, han acelerado la dinámica inflacionaria de manera persistente. Advirtió que, en congruencia con el mandato constitucional, es deber de la Junta de Gobierno implementar una política monetaria activa, que frene la dinámica inflacionaria y que procure la estabilidad de precios y de sus expectativas alrededor del objetivo, fortaleciendo los principales canales de transmisión de la política monetaria.

**Un miembro** comentó que el ajuste propuesto a la tasa de referencia es adecuado por razones de estabilidad financiera y para evitar efectos de segundo orden en la formación de precios. Detalló que estos efectos se presentan ante inflación altas y persistentes y consisten en que los precios se incrementan simplemente porque subieron ayer y se anticipa que lo hagan mañana. Para evitar esto, y considerando la naturaleza de los choques, es necesario transitar hacia una postura monetaria moderadamente restrictiva. No obstante, advirtió que un apretamiento excesivo podría implicar un alto costo en términos de empleo, capacidad de compra y actividad económica, e incluso ser contraproducente para la estabilidad macroeconómica y financiera. Consideró que, dado que aún se experimentan las consecuencias de la pandemia y la intensificación de conflictos

geopolíticos, existe elevada incertidumbre sobre el efecto de los ajustes monetarios en la inflación y la actividad, no obstante, hay indicios de que se está cerca de llegar a un nivel de restricción monetaria innecesariamente elevado. Mencionó que las variables más sensibles a la postura monetaria, como la inversión, la construcción, las ventas de bienes durables, y el crédito empresarial han mantenido un desempeño débil desde antes de la pandemia, y que un apretamiento mayor podría repercutir aún más en su desempeño. Agregó que la incipiente desaceleración en la producción de diversos sectores, en el consumo privado y en la inversión sugiere que la postura monetaria podría haber comenzado a incidir sobre estas variables. Opinó que las presiones inflacionarias provienen principalmente de factores externos, por lo que una moderación del gasto interno no necesariamente se traduciría en una mejora del proceso de formación de precios doméstico. Argumentó que en el entorno actual el uso de la política monetaria podría ser relativamente ineficiente. Comentó que hay indicios de que las presiones globales han comenzado a disminuir por lo que es posible que la inflación en México disminuya independientemente de la postura monetaria. Indicó que evitar una política monetaria excesivamente restrictiva implicaría la posibilidad de desligarse relativamente pronto del ritmo de alzas de la Reserva Federal. Expresó que ello es factible ya que: i) el diferencial de tasas ajustado por volatilidad con respecto a Estados Unidos es de los más altos entre las economías emergentes; ii) el peso mexicano se distingue por su buen desempeño y baja volatilidad; iii) la postura de la Reserva Federal es un factor importante a considerar, pero la postura monetaria debe basarse más en la evolución de las variables domésticas y la postura absoluta; iv) México se adelantó en el ciclo de alzas y con un incremento de 75 puntos base se ubicaría en la zona restrictiva; v) a diferencia de Estados Unidos, México no parecería enfrentar presiones inflacionarias provenientes de la demanda o del mercado laboral; y vi) la inflación en México está menos alejada de su objetivo que la de Estados Unidos y otros países. Por ello, aseveró que hay espacio para una política monetaria menos restrictiva que otros países emergentes.

**Otro miembro** consideró que, dado el panorama inflacionario, debe continuar el ciclo de alzas y consolidarse una postura restrictiva para contener la inflación en el corto plazo y tener una postura consistente con una trayectoria descendente de la misma, aunque esta se dé en el mediano plazo. Agregó que los ajustes en la tasa no eliminarán las presiones globales, pero contribuirían a evitar

efectos de segundo orden. Señaló que también hay presiones internas. Indicó que no hay señales claras de desaceleración económica, y que la menor holgura permite asumir una postura monetaria más restrictiva. Comentó que ante el continuo deterioro de la inflación observada y de las expectativas inflacionarias, durante este ciclo de alzas se tuvo que incrementar el ritmo de apretamiento en dos ocasiones. Pese a esto, la tasa real ex-ante se mantuvo en terreno expansivo por prácticamente un año y a partir de la última decisión finalmente alcanzó una postura neutral. Estimó que con un incremento de 75 puntos base apenas alcanzaría un nivel restrictivo, por lo no debe haber preocupación de que la tasa real sea muy alta o perjudicial para la actividad. Destacó que las condiciones cíclicas pasan a segundo término hasta que se logre controlar la inflación. Aseveró que no es viable un incremento menor al de la Reserva Federal debido a que: i) el diferencial de tasas de 600 puntos base respecto de Estados Unidos ha sido suficiente para propiciar un buen desempeño del peso mexicano ante los episodios de volatilidad y la apreciación generalizada del dólar, mantener la postura relativa contribuiría a evitar episodios de volatilidad cambiaria; ii) se mantiene un sentimiento de aversión al riesgo global; y iii) hay factores idiosincrásicos que podrían incrementar la prima de riesgo. Puntualizó que se vislumbra lejano un cambio en la dirección del ciclo monetario ya que: i) no puede garantizarse que se ha alcanzado el pico del ciclo inflacionario; ii) aun en el caso de que se alcanzara no se puede recortar la tasa prematuramente sin estar seguros de que la tendencia de la inflación es claramente descendente; y iii) el deterioro de las expectativas inflacionarias, especialmente las de largo plazo, pudiera sugerir afectaciones en la formación de precios. Opinó que es imprescindible una guía sobre la trayectoria de la tasa, comunicar explícitamente que el ciclo alcista todavía no termina, recalcar que se actuará con la contundencia necesaria, y que la Junta de Gobierno estará atenta a la evolución del panorama inflacionario y las condiciones monetarias externas para determinar si se mantendrá el ritmo de incrementos de la tasa de referencia o si se aprovecha algún espacio para aliviar dicho ritmo. Externó que se debe comunicar la función de reacción del Banco Central con una guía prospectiva clara y explícita. Para ello, se tienen que complementar las referencias cualitativas que se han hecho en el comunicado sobre las acciones futuras de política. Sostuvo que la recepción favorable de estos cambios por parte del público sugiere que debe analizarse una comunicación con una guía futura donde se publique la trayectoria de la tasa de referencia consistente con el pronóstico de inflación.

Con ello, se daría una mayor certeza sobre las perspectivas del ciclo de alzas actual para contrarrestar la incertidumbre en el panorama inflacionario. Opinó que este ejercicio de transparencia y rendición de cuentas reforzaría la credibilidad del compromiso del Banco Central con su mandato.

**Un miembro** destacó que las condiciones monetarias internacionales presentaron una mayor astringencia, que las tensiones geopolíticas se habían incrementado y que eran una fuente importante de incertidumbre y volatilidad. Agregó que la inflación continuó aumentando y que las expectativas aún se encontraban afectadas. Ante este panorama, argumentó que un incremento de 75 puntos base en esta decisión fortalecería la postura monetaria absoluta en dos dimensiones: i) la tasa de interés real ex-ante superaría el límite superior del rango estimado como neutral, lo que consideró un elemento clave para que la postura monetaria sea efectiva y apuntale de manera decidida el proceso de convergencia de la inflación hacia su meta. Asimismo, agregó que permitiría mandar una señal inequívoca para que las expectativas de inflación permanezcan ancladas y regresen a los niveles previos; y ii) la tasa de interés nominal alcanzaría el nivel de la inflación general y superaría el de la subyacente, una característica que se ha presentado en otros ciclos monetarios antes de lograr la convergencia de la inflación. Añadió que a nivel global durante el ciclo monetario actual dicha circunstancia se ha registrado en muy pocas economías. Comentó que, en cuanto a la postura monetaria relativa, el diferencial de tasas de interés con respecto a Estados Unidos se encuentra por encima tanto de su promedio histórico como del promedio observado en ciclos alcistas anteriores. Argumentó que hay dos elementos que indican que la postura monetaria relativa actual es competitiva: i) si el diferencial de tasas con respecto a Estados Unidos se mide a través de tasas reales ex-ante, se puede notar una postura mucho más sólida en nivel, en velocidad y en prontitud, e incluso destaca que esta solidez se ha transmitido a lo largo de la curva de rendimientos, donde los diferenciales de tasas de mediano y de largo plazos se encuentran en niveles altos; y ii) dado que México es una economía que complementa sus fuentes de financiamiento con ahorro externo, es importante observar que este diferencial de tasas se ha complementado con una expectativa favorable sobre el desempeño de la moneda nacional con respecto a otras divisas de economías emergentes, aún si dichos indicadores son ajustados por volatilidad. Sostuvo que el entorno

actual de alta incertidumbre a nivel mundial, con una inflación doméstica en niveles elevados y con la postura que se alcanzaría con el incremento propuesto, demandaría hacia delante una valoración cuidadosa del espacio disponible para que las próximas decisiones sean congruentes tanto con la convergencia de la inflación hacia la meta, como con un ajuste ordenado de la economía y de los mercados financieros, privilegiando la preservación de la credibilidad del Banco Central.

### 3. DECISIÓN DE POLÍTICA MONETARIA

La Junta de Gobierno evaluó la magnitud y diversidad de los choques que han afectado a la inflación y sus determinantes, así como la evolución de las expectativas de mediano y largo plazos y el proceso de formación de precios. Consideró también los mayores retos para la conducción de la política monetaria ante el apretamiento de las condiciones financieras globales, el entorno de acentuada incertidumbre, las presiones inflacionarias acumuladas de la pandemia y del conflicto geopolítico, y la posibilidad de mayores afectaciones a la inflación. Con base en ello, y con la presencia de todos sus miembros, decidió por unanimidad incrementar en 75 puntos base el objetivo para la Tasa de Interés Interbancaria a un día a un nivel de 8.50%. 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.

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

### 4. VOTACIÓN

Victoria Rodríguez Ceja, Galia Borja Gómez, Irene Espinosa Cantellano, Gerardo Esquivel Hernández y Jonathan Ernest Heath Constable votaron a favor de aumentar el objetivo para la Tasa de Interés Interbancaria a un día en 75 puntos base a un nivel de 8.50%.

## 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

La actividad económica mundial se debilitó durante el segundo trimestre del año. Lo anterior ha sido resultado, principalmente, de las afectaciones económicas derivadas del conflicto bélico entre Rusia y Ucrania, de la desaceleración de la economía china como reflejo de la implementación de cierres temporales para contener los contagios de COVID-19 en algunas regiones y del debilitamiento de su sector inmobiliario, y de un apretamiento de las condiciones financieras globales debido a un retiro más acelerado del estímulo monetario por los altos niveles de inflación. Indicadores oportunos sugieren que este debilitamiento podría persistir en el tercer trimestre, aunque con una elevada heterogeneidad entre países (Gráfica 1).

La inflación a nivel mundial siguió aumentando, alcanzando nuevamente su mayor nivel en décadas en algunas de las principales economías. Las presiones inflacionarias se han ampliado a un mayor número de rubros, en adición a los elevados precios de los energéticos y de los alimentos, en un entorno en el que persisten desbalances entre la demanda y la oferta en diversos mercados. En este contexto, un amplio número de bancos centrales continuaron incrementando sus tasas de referencia, algunos en mayor magnitud a lo previsto, y se mantienen las expectativas de una reducción acelerada del estímulo monetario a nivel global. Así, las condiciones financieras se mantuvieron apretadas. No obstante, ante los riesgos de una desaceleración abrupta de la actividad económica, las expectativas de tasas de interés de política monetaria para las principales economías avanzadas, particularmente

en 2023, se ubican en niveles inferiores a los previstos en meses pasados.

Entre los riesgos globales para el crecimiento destacan los asociados a la pandemia por COVID-19, a la prolongación de las presiones inflacionarias, al agravamiento de las tensiones geopolíticas, al riesgo de mayores ajustes a las condiciones económicas, monetarias y financieras, y al agravamiento de emergencias sanitarias por otras enfermedades.

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



En Estados Unidos, el Producto Interno Bruto (PIB) se contrajo durante el segundo trimestre de 2022 a una tasa trimestral ajustada por estacionalidad de 0.2%, tras disminuir 0.4% en el trimestre previo (Gráfica 2).<sup>1</sup> La contracción de la actividad económica reflejó principalmente contribuciones negativas de la variación en inventarios y, en menor medida, de la inversión residencial y en estructuras y equipo, así como del gasto gubernamental. Por otro lado, las exportaciones netas y el consumo personal, particularmente el de servicios, contribuyeron positivamente al crecimiento del trimestre, si bien el menor poder adquisitivo de los hogares y la expectativa de un apretamiento monetario más acelerado han restado dinamismo del consumo privado. Cabe mencionar que el Senado de Estados Unidos aprobó en agosto la Ley para Reducir la Inflación que tiene como propósito reducir los costos que enfrentan las familias

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

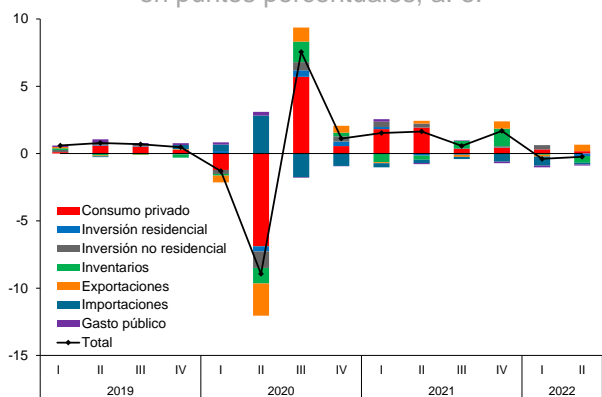
-1.6% durante el primer trimestre de 2022 y -0.9% en el segundo trimestre.

estadounidenses y disminuir el déficit fiscal a través de medidas en materia de salud, energías limpias e impuestos.

La producción industrial en Estados Unidos se contrajo 0.2% a tasa mensual ajustada por estacionalidad en junio, luego de mantenerse sin cambio en mayo. Dicho debilitamiento reflejó una contracción de las actividades de generación de gas y electricidad, así como de la actividad manufacturera, luego de que esta última se contrajera por segundo mes consecutivo, en gran medida, ante las caídas registradas en maquinaria, productos metálicos y automóviles. En contraste, la minería aceleró su ritmo de expansión, apoyada por la producción de petróleo y gas. El índice de gerentes de compras (*PMI*) del sector manufacturero sugiere que el sector seguirá afectado por la desaceleración de la demanda global, los elevados costos de producción, el deterioro de las expectativas y la persistencia de las disrupciones en las cadenas de suministro, si bien estas han disminuido recientemente.

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

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



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

El mercado laboral en Estados Unidos siguió exhibiendo una mejoría durante junio y julio. La creación de empleos se aceleró, al aumentar la nómina no agrícola en 463 mil nuevas plazas en promedio mensual durante junio y julio, después de crecer en 386 mil plazas en mayo. Con ello, la nómina no agrícola recuperó su nivel previo a la pandemia. Los aumentos más notables se

produjeron en los rubros de servicios profesionales y empresariales, ocio y hospitalidad, y cuidado a la salud. La tasa de desempleo se ubicó en julio en 3.5%, luego de mantenerse en 3.6% por cuatro meses consecutivos. Por su parte, los crecimientos de los salarios y las tasas de plazas vacantes, aunque han disminuido en lecturas recientes, se mantienen en niveles elevados, dando señales de un mercado laboral apretado.

En la zona del euro, la actividad económica se expandió a un ritmo mayor al esperado durante el segundo trimestre, al aumentar a una tasa trimestral ajustada por estacionalidad de 0.7%, luego de registrar un crecimiento de 0.5% en el trimestre previo.<sup>2</sup> A lo anterior contribuyó la normalización de actividades tras la disminución de casos de contagio de COVID-19 y el mayor gasto de los hogares ante la fortaleza del mercado laboral. Sin embargo, datos más oportunos comenzaron a reflejar los efectos adversos derivados del conflicto bélico entre Rusia y Ucrania, tales como las disrupciones en las cadenas de suministro, principalmente de gas natural, y los mayores costos de producción. En junio, la tasa de desempleo se mantuvo por tercer mes consecutivo en 6.6%. Los índices de gerentes de compras apuntan a un debilitamiento de la producción manufacturera y una moderación de los servicios ante los efectos asociados al conflicto bélico entre Rusia y Ucrania y la elevada inflación.

En Japón, la información disponible sugiere un repunte de la actividad económica en el segundo trimestre de 2022, luego de registrar una contracción de 0.1% a tasa trimestral ajustada por estacionalidad en el primero.<sup>3</sup> Ello derivado de la recuperación del consumo privado, particularmente en los servicios, tras el levantamiento de las restricciones a la movilidad por COVID-19. Respecto al sector externo, se espera que las exportaciones netas contribuyan de manera negativa al crecimiento del trimestre debido a las condiciones externas desfavorables registradas al inicio del trimestre, especialmente tras los confinamientos en China. En este entorno, la tasa de desempleo se mantuvo sin cambio en 2.6% en junio. Los índices de gerentes de compras sugieren una moderación tanto de la actividad manufacturera como de los servicios.

En las principales economías emergentes, los indicadores disponibles sugieren un debilitamiento del crecimiento durante el segundo trimestre de

<sup>2</sup> Expresado como tasa trimestral anualizada ajustada por estacionalidad, la variación del PIB de la zona del euro fue de 2.0% en el primer trimestre de 2022 y de 2.8% en el segundo trimestre.

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

2022, aunque con una marcada heterogeneidad entre países y regiones. En Asia Emergente, se espera un menor ritmo de crecimiento en gran parte de la región, destacando la contracción de 2.6% a tasa trimestral ajustada por estacionalidad en la actividad económica en China, luego de la imposición de restricciones en varias ciudades y provincias con el objetivo de contener los contagios y ante al continuo debilitamiento del su sector inmobiliario.<sup>4</sup> En Europa Emergente, los indicadores disponibles apuntan a un debilitamiento de la actividad económica en la mayoría de las economías de la región y a una fuerte contracción en Rusia y Ucrania. En América Latina, se prevé una recuperación gradual en la mayoría de las economías.

Los precios internacionales de las materias primas registraron, en su mayoría, un comportamiento a la baja desde la última decisión de política monetaria en México. Las cotizaciones del petróleo disminuyeron ante las preocupaciones respecto de un posible menor crecimiento mundial y sus implicaciones para la demanda de energía. Por su parte, los precios de referencia del gas natural en Estados Unidos aumentaron debido a la fuerte demanda de aire acondicionado a causa de temperaturas inusualmente altas, lo cual, aunado a las elevadas exportaciones hacia Europa, ha impedido el reabastecimiento adecuado de los inventarios. En el mercado europeo, los precios del gas natural se incrementaron marcadamente ante las interrupciones del flujo proveniente de Rusia y el riesgo de que dichas interrupciones se intensifiquen. Las cotizaciones de la mayoría de los metales industriales mostraron una marcada tendencia a la baja al inicio del periodo debido, primordialmente, a una menor demanda derivada de cierres intermitentes en la producción en China y las preocupaciones sobre un menor crecimiento de la actividad económica mundial. No obstante, a finales de julio e inicios de agosto los precios revirtieron parcialmente dicha tendencia ante perspectivas de una menor producción y el riesgo de afectaciones que pudieran sufrir algunos productores industriales de estos en Europa en caso de una crisis energética. Los precios de los granos han retrocedido desde la última decisión de política monetaria en México por las preocupaciones de una menor demanda de granos derivada de una desaceleración de la actividad económica global, aunado al aumento de

los suministros globales tras una cosecha mejor a la esperada en el hemisferio norte y a la reapertura gradual de algunas vías de exportación de granos provenientes de Ucrania. Sin embargo, estos precios permanecen en niveles relativamente elevados debido a la incertidumbre generada por el conflicto bélico entre Ucrania y Rusia.

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

La inflación mundial continuó incrementándose, alcanzando nuevamente niveles máximos en décadas en algunas de las principales economías. Las presiones inflacionarias se han ampliado a un mayor número de rubros. Lo anterior, en un entorno en el que continúan los desequilibrios entre la recuperación de la demanda y de la oferta en diversos mercados, y precios aún elevados de energéticos y alimentos. Aunque las interrupciones en las cadenas globales de suministro y las presiones sobre los precios de materias primas derivadas del conflicto bélico entre Rusia y Ucrania se han moderado recientemente, estas se mantienen en niveles elevados y persiste incertidumbre sobre su evolución futura y su efecto sobre la inflación mundial.

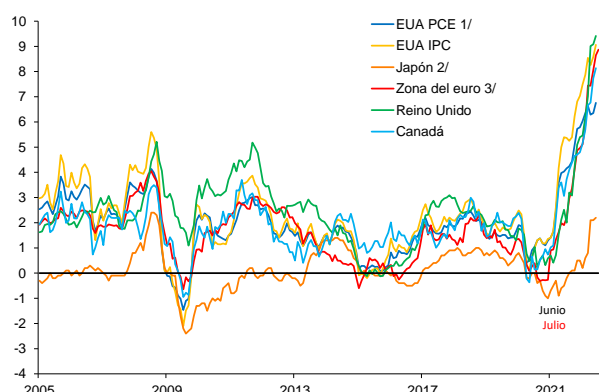
En la mayoría de las principales economías avanzadas, las inflaciones general y subyacente siguieron aumentando, manteniéndose la inflación general en la mayoría de los casos significativamente por encima de los objetivos de sus bancos centrales por un periodo prolongado (Gráfica 3). En particular, en Estados Unidos, el Índice de Precios al Consumidor aumentó de una tasa anual de 8.6% en mayo a una de 9.1% en junio, su nivel más alto desde 1981. Si bien disminuyó a 8.5% en julio como reflejó principalmente de una caída en los precios de la energía, se mantiene en niveles elevados. A su vez, la inflación anual del componente subyacente, después de ubicarse en 6.0% en mayo, se ubicó en junio y julio en 5.9%. En este contexto, aunque en general las expectativas de inflación de corto plazo provenientes de encuestas para las principales economías avanzadas continuaron aumentando, las de mayor plazo derivadas de instrumentos financieros para la mayoría de estas economías se moderaron ligeramente, después de haber aumentado durante marzo y abril en algunos casos.

<sup>4</sup> Expresado como tasa trimestral ajustada por estacionalidad, el crecimiento del PIB de China pasó de 1.4% en el primer trimestre de 2022 a una contracción de 2.6% en el segundo trimestre,

mientras que a tasa anual se moderó de 4.8% en el primer trimestre de 2022 a 0.4% en el segundo trimestre.

### Gráfica 3 Economías Avanzadas Seleccionadas: Inflación General

Variación anual en por ciento



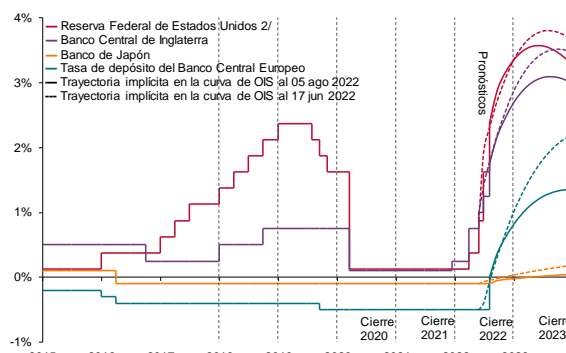
1/ Se emplea el deflactor del gasto en consumo personal.  
2/ Excluye alimentos frescos. Esta serie no excluye el efecto del incremento del impuesto al consumo en mayo de 2014 y octubre de 2019, ni el efecto del programa de guardería y educación preescolar gratuita en octubre de 2019.  
3/ Cifras preliminares para julio.  
Fuente: Bureau of Economic Analysis, Bureau of Labor Statistics, Eurostat, Banco de Japón, Oficina Nacional de Estadística del Reino Unido e Instituto de Estadística de Canadá.

En la mayoría de las principales economías emergentes la inflación general también continuó aumentando, manteniéndose notoriamente por encima del objetivo de sus bancos centrales. El alza en la inflación en este grupo de economías ha seguido impulsada, en general, por incrementos en los precios de los energéticos y de los alimentos, así como de la inflación subyacente ante las presiones en los precios de otros bienes y servicios.

En este contexto de alta inflación y de apretamiento en los mercados laborales de algunas de las principales economías avanzadas, los bancos centrales de la mayoría de estas economías han continuado con la reducción de su estímulo monetario, en algunos casos acelerando el ritmo de alzas en su tasa de interés y/o anunciando incrementos mayores a los anticipados. Destacó que el Banco Central Europeo anunció el primer aumento en sus tasas de interés desde 2011. Por su parte, el Banco de Inglaterra realizó su mayor incremento en 27 años, al aumentar su tasa de referencia en 50 puntos base para ubicarla en 1.75%, al tiempo que el Comité indicó que la política monetaria no sigue una trayectoria preestablecida y que si es necesario actuará con contundencia. Además, señaló que está provisionalmente dispuesto a iniciar las ventas de activos poco después de su reunión de septiembre, sujeto a que las condiciones económicas y de mercado sean

apropiadas. Respecto a los programas de compras de activos, la mayoría continuó con la reducción gradual de sus tenencias de valores, principalmente mediante la suspensión de las renovaciones de vencimientos. Hacia delante, las expectativas extraídas de instrumentos financieros prevén para la mayoría de las principales economías avanzadas un nivel de las tasas de interés al cierre de 2022 menor al que se esperaba anteriormente, sugiriendo en algunos casos como los de Estados Unidos, Canadá y, en menor medida, Reino Unido, que estas tasas comenzarían a disminuir durante la segunda mitad de 2023 (Gráfica 4). Lo anterior ante la expectativa de una desaceleración de la actividad económica y su potencial efecto sobre la inflación. Vale la pena destacar que, ante el entorno de elevada incertidumbre, algunos de los bancos centrales han optado por limitar sus guías específicas sobre sus siguientes movimientos de sus tasas de referencia.

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



1/ OIS: Swap de tasa de interés fija por flotante en donde esta última está ligada a la referencia efectiva a un día.  
2/ Para la tasa de referencia observada de Estados Unidos se utiliza la tasa de interés promedio del rango objetivo de la tasa de fondos federales (2.25% - 2.50%).  
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 julio, la Reserva Federal aumentó por segunda vez consecutiva en 75 puntos base el rango objetivo para la tasa de fondos federales para ubicarlo entre 2.25 y 2.50%. Reiteró que anticipa que aumentos sucesivos en el rango objetivo serán apropiados y que el Comité está fuertemente comprometido a regresar la inflación a su objetivo de 2%. El presidente de dicha Institución comentó que,

aunque otro aumento inusualmente grande podría ser apropiado en su siguiente reunión, el ritmo de alzas de la tasa de interés continuará dependiendo de los datos y de la evolución de las perspectivas de la economía y que tomarán decisiones reunión por reunión sin proporcionar una guía específica. Añadió que el rango objetivo de la tasa se ubica en el rango que consideran neutral y que, a medida que la postura monetaria se endurezca aún más, probablemente será apropiado reducir el ritmo de los aumentos. En relación al balance de la Reserva Federal, el Comité Federal de Mercado Abierto (*FOMC*) ratificó que continuará reduciendo sus tenencias de valores del Tesoro, de deuda de agencias y valores respaldados por hipotecas de agencias como se describe en los Planes para Reducir el Tamaño del Balance de la Reserva Federal que se publicaron en mayo. Posterior a la decisión de julio, los comentarios de algunos de los presidentes de las ramas regionales de la Reserva Federal y los datos de empleo del mes de julio por arriba de lo esperado contribuyeron a contrarrestar las disminuciones en la tasa de referencia implícitas en instrumentos de mercado que se habían registrado al inicio del periodo por las preocupaciones sobre una posible recesión económica. De este modo, los niveles esperados de la tasa de interés a finales de 2022 fueron similares a los observados en el periodo anterior, mientras que los asociados a 2023 mostraron cierta reducción.

- ii) En su reunión de julio, el Banco Central Europeo aumentó por primera vez desde el 2011 sus tasas de refinanciamiento, de préstamos y de depósitos en 50 puntos base, ubicándolas en 0.5, 0.75 y 0.0%, respectivamente. La magnitud del alza fue mayor a la que el mismo Banco había anticipado en la reunión de junio, en la que señaló que tenía la intención de aumentar dichas tasas en 25 puntos base en su reunión de julio. Además, reiteró que en sus próximas reuniones sería apropiada una normalización adicional de las tasas de interés. Respecto del Programa de Compra de Activos (*APP*), concluyó con las compras a partir del 1 de julio de este año, en línea con su expectativa previa, si bien reiteró los planes del Consejo de Gobierno respecto a la reinversión de los pagos del principal de los valores que alcancen su vencimiento. De igual forma, en el caso de su Programa de Compras de Emergencia por la Pandemia (*PEPP*) reiteró sus planes de reinversión de los pagos de principal de los valores que alcancen su vencimiento, aunque añadió que la flexibilidad en

dichas reinversiones sigue siendo la primera línea de defensa para contrarrestar los riesgos del mecanismo de transmisión de la política monetaria relacionados con la pandemia. Además, el Consejo aprobó el Instrumento de Protección de Transmisión (*TPI*), el cual busca garantizar que la postura de la política monetaria se transmita de manera uniforme a todos los países de la zona del euro, a medida que continúe con su proceso de normalización. Agregó que, sujeto al cumplimiento de los criterios establecidos, el Eurosistema podrá realizar compras en el mercado secundario de valores emitidos en jurisdicciones que experimenten un deterioro de las condiciones de financiamiento que no esté justificado por los fundamentales específicos del país. Detalló que las compras no están restringidas de antemano y que la escala de las mismas dependerá de la gravedad de los riesgos que enfrente la transmisión de la política monetaria.

- iii) En su reunión de julio, el Banco de Japón mantuvo sin cambio la tasa de referencia en -0.1% y el objetivo de la tasa de 10 años alrededor de cero y reafirmó que espera que las tasas de interés se mantengan en sus niveles actuales o incluso menores. El Banco reiteró los lineamientos para su estrategia de control de la curva de rendimiento, así como para la compra de otros activos distintos a los bonos gubernamentales.

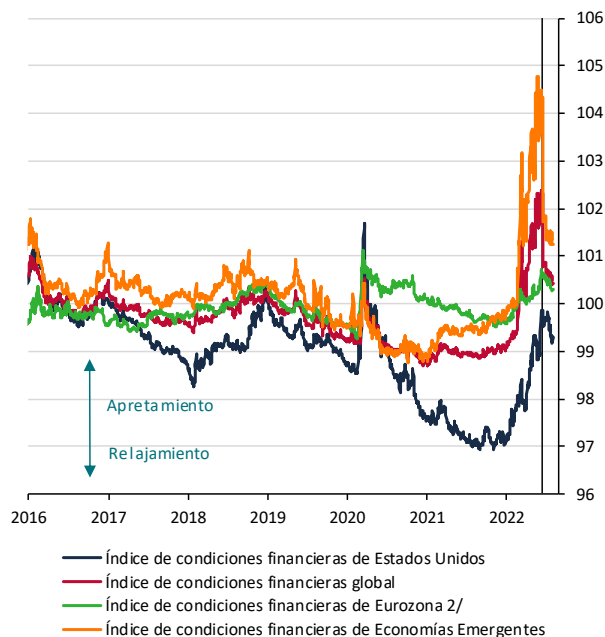
En las principales economías emergentes, en el periodo que se reporta, la mayoría de los bancos centrales incrementó sus tasas de interés de referencia, en casos tales como el de Hungría y Colombia, entre otros, con alzas significativas iguales o mayores a 100 puntos base. Por otro lado, Indonesia, Turquía, China, Ucrania y República Checa mantuvieron sus tasas de interés sin cambio, mientras que el banco central de Rusia realizó un recorte adicional de 150 puntos base en julio, ubicándola en un nivel de 8.0%.

Los mercados financieros internacionales reflejaron un entorno de elevada incertidumbre y de preocupación asociada a los altos niveles de inflación a nivel global, a la evolución de las tensiones geopolíticas y de la pandemia, así como una moderación de la actividad económica global. De esta forma, las mayores preocupaciones sobre la desaceleración económica en algunas de las principales economías derivaron en cierta mejoría de las condiciones financieras, si bien estas



continúan reflejando un elevado apretamiento (Gráfica 5). Los mercados accionarios de la mayoría de las principales economías avanzadas exhibieron cierta recuperación, mientras que en las economías emergentes se observó un comportamiento mixto con un sesgo positivo. En los mercados cambiarios, el dólar siguió mostrando fortaleza ante la mayoría de las divisas de economías avanzadas para alcanzar su nivel máximo en más de 20 años durante el periodo. La mayoría de las divisas de las economías emergentes exhibió depreciaciones con respecto del dólar (Gráfica 6) aunque dicha tendencia se revirtió parcialmente en semanas recientes. Las tasas de interés de bonos gubernamentales de la mayoría de las principales economías avanzadas disminuyeron, principalmente en los plazos más largos, en un contexto de preocupación respecto de la desaceleración de la actividad económica. En Estados Unidos, la pendiente de la curva de rendimientos, medida por el diferencial entre las tasas de interés de los bonos a 10 y 2 años, se ubicó recientemente en terreno negativo, lo cual en el pasado ha estado asociado a periodos de recesión. En las economías emergentes, las tasas de interés presentaron un comportamiento heterogéneo, diferenciado por región (Gráfica 7). En este contexto, desde la última decisión de política monetaria en México se registraron en general salidas de flujos de capital de economías emergentes, tanto de los mercados de renta fija como variable, si bien en China se registraron entradas de capital al mercado de renta variable durante el periodo.

**Gráfica 5**  
**Índice de condiciones financieras<sup>1/</sup>**  
Unidades

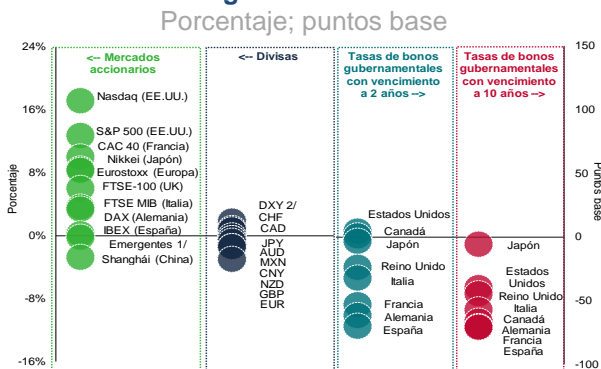


1/ El índice de condiciones financieras se construye a partir del efecto que tienen cinco variables sobre la actividad económica: la tasa de interés de referencia, la nota gubernamental de 10 años, el diferencial de bonos con grado de inversión sobre el bono de deuda gubernamental con duración equivalente,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

2/ En el caso de las Economías Emergentes, el índice de condiciones financieras toma el CDS como componente de diferencial de crédito y añade el tipo de cambio ponderado por deuda. La línea negra vertical indica la última reunión calendarizada del Comité de Política Monetaria de Banco de México.

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

### Gráfica 6 Variación de Indicadores Financieros Seleccionados del 17 de junio de 2022 al 5 de agosto de 2022



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

### Gráfica 7 Desempeño de activos de países emergentes seleccionados a partir del 20 de junio de 2022

Porcentaje, puntos base

Región	País	Divisas	Bolsas	Tasas de interés 2A	Tasas de interés 10A	CDS
América Latina	México	-0.09%	-2.21%	-49	-75	-13
	Brasil	0.52%	6.63%	-24	-35	-11
	Chile	-3.91%	2.52%	167	6	25
	Colombia	-11.43%	-10.59%	45	61	5
	Perú	-4.93%	-0.15%	50	28	5
Europa emergente	Rusia	-8.96%	-12.96%	-15	-105	N.D.
	Polonia	-4.35%	2.75%	-184	-256	24
	Turquía	-3.64%	9.76%	-392	-239	-98
	Rep. Checa	-2.40%	-5.72%	-71	-181	12
Hungría	-2.28%	10.89%	152	-61	38	
Asia	China	-1.01%	-2.37%	-15	-8	-4
	Malasia	-1.33%	3.80%	-8	-37	-15
	India	-2.14%	14.06%	-15	-8	8
	Filipinas	-2.72%	1.58%	-5	-35	-14
	Tailandia	-1.34%	3.18%	-18	-50	10
	Indonesia	-0.30%	1.58%	-2	-36	8
África	Sudáfrica	-3.76%	5.52%	119	1	-18

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

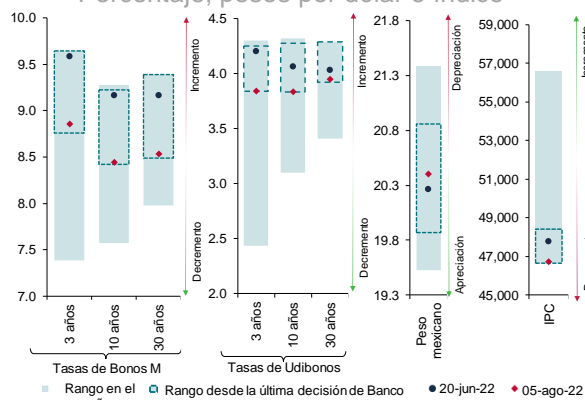
## A.2. Evolución de la economía mexicana

### A.2.1. Mercados en México

En el contexto internacional previamente descrito, en los mercados financieros nacionales la cotización del peso mexicano frente al dólar mantuvo un comportamiento estable, mientras que las tasas de interés de mayor plazo presentaron movimientos a la baja, en línea con los movimientos observados en las curvas de rendimiento a nivel global (Gráfica 8) ante un ajuste menos agresivo en la trayectoria esperada de política monetaria para la Reserva Federal.

### Gráfica 8 Desempeño y Condiciones de Operación de Mercados Mexicanos

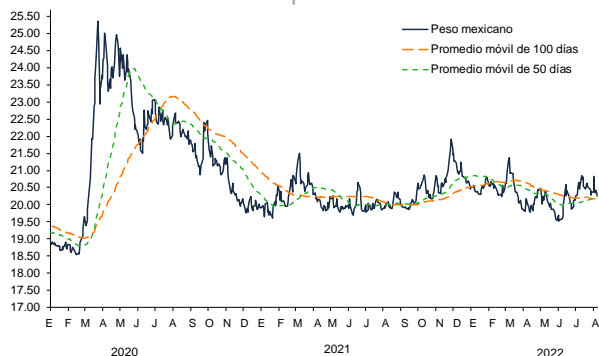
Porcentaje, pesos por dólar e índice



Fuente: Elaboración de Banco de México

La moneda nacional operó en un rango de 99 centavos, entre 19.87 y 20.86 pesos por dólar, terminando el periodo con una depreciación marginal de 0.09% (Gráfica 9). Ello en un contexto en el que las condiciones de operación, tanto realizadas como prospectivas, mostraron un ligero deterioro.

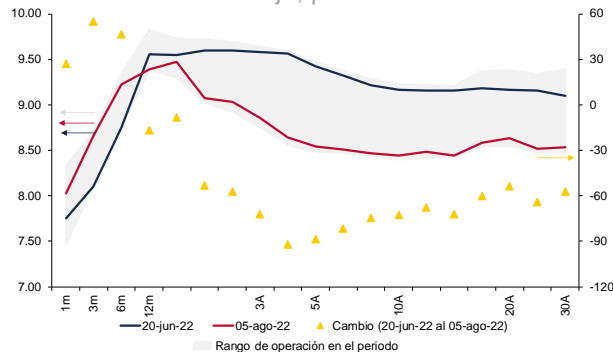
**Gráfica 9**  
**Tipo de Cambio del Peso Mexicano con**  
**Promedios Móviles**  
 Pesos por dólar



Fuente: Elaboración de Banco de México

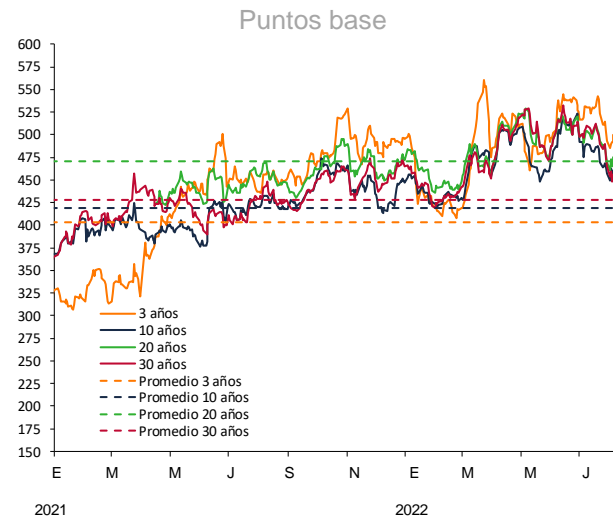
Las tasas de interés de los valores gubernamentales presentaron movimientos principalmente a la baja, (Gráfica 10), observándose movimientos de entre -72 y +30 puntos base en el sector de corto plazo, y disminuciones de hasta 92 puntos base y 64 puntos base en los nodos de mediano y largo plazo, respectivamente. Asimismo, la curva de rendimientos de instrumentos a tasa real mostró un empinamiento con disminuciones de entre 16 y 34 puntos base en el corto y mediano plazo y disminuciones de hasta de 11 puntos base en los instrumentos de mayor duración. En este contexto, las primas de compensación por inflación y riesgo inflacionario implícita en los diferenciales entre las tasas nominales y reales de instrumentos de mercado mostraron disminuciones generalizadas de entre 30 y 51 puntos base a lo largo de todos sus plazos (Gráfica 11). Estos movimientos ocurrieron en un entorno en el que las condiciones de operación se mantuvieron sin cambios relevantes con respecto al periodo anterior.

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



Fuente: PIP

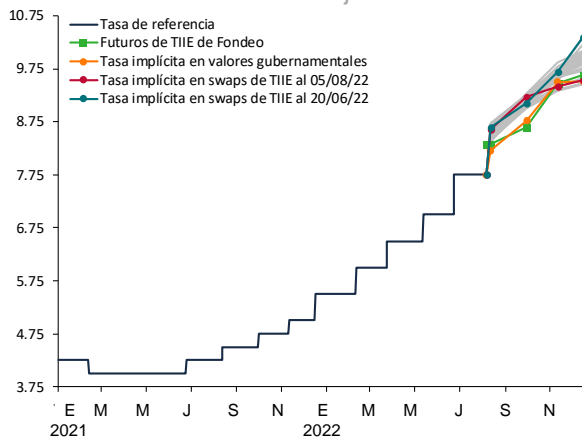
**Gráfica 11**  
**Compensación por Inflación y Riesgo**  
**Inflacionario Implícita en las Curvas de Tasas**  
**de Valores Gubernamentales**  
 Puntos base



Fuente: PIP

En lo que concierne a las expectativas de la trayectoria de la tasa de referencia de política monetaria, la información implícita en la curva de swaps de tasas de interés incorpora un incremento de 86 puntos base para la decisión de agosto, mientras que para el cierre de 2022 apunta a una tasa de 9.51% (Gráfica 12). Por otro lado, la mayoría de los analistas encuestados por Citibanamex anticipa que la tasa de interés de referencia se incremente 75 puntos base a 8.50% en la decisión de agosto, mientras que para finales de 2022 anticipa una tasa de 9.50%.

**Gráfica 12**  
**Tasa de Fondeo Implícita en la Curva de Swaps de TIIE**  
 Porcentaje



Fuente: Elaboración de Banco de México con datos Bloomberg.

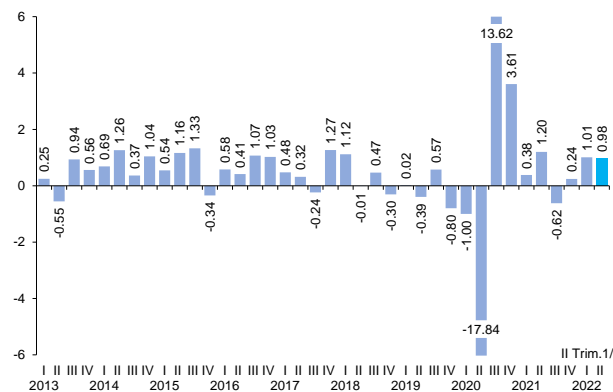
### A.2.2. Actividad económica en México

De acuerdo con la estimación oportuna del PIB de México, durante el segundo trimestre la actividad económica mantuvo un ritmo de recuperación similar al del trimestre previo (Gráfica 13). Ello, a pesar de que durante dicho periodo persistió incertidumbre respecto de la evolución de la pandemia ante el repunte en el número de contagios de COVID-19, así como interrupciones en las cadenas globales de suministro y, en general, un complejo entorno económico global.

Con relación a la demanda externa, en el segundo trimestre el valor de las exportaciones manufactureras, tanto automotrices como no automotrices, siguió aumentando (Gráfica 14).<sup>5</sup> Por destino, las exportaciones manufactureras dirigidas a Estados Unidos mantuvieron una senda de crecimiento, en tanto que los envíos al resto del mundo se contrajeron marginalmente.

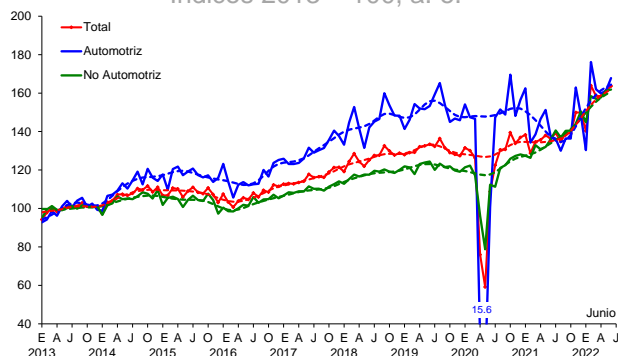
<sup>5</sup> Se refiere al valor de las exportaciones de mercancías en dólares corrientes. Dicho valor difiere del reportado para las exportaciones de bienes en el Sistema de Cuentas Nacional de

**Gráfica 13**  
**Producto Interno Bruto**  
 Variaciones porcentuales trimestrales, a. e.



a. e. / Cifras con ajuste estacional.  
 1/ La cifra correspondiente al segundo trimestre de 2022 se refiere a la estimación oportuna del PIB trimestral publicada por el INEGI.  
 Fuente: Sistema de Cuentas Nacionales de México (SCNM), INEGI.

**Gráfica 14**  
**Exportaciones Manufactureras Totales**  
 Índices 2013 = 100, a. e.



a. e. / Serie con ajuste estacional y serie de tendencia basadas en información en dólares nominales. La primera se representa con la línea sólida y la segunda con la punteada.  
 Fuente: Banco de México con base en SAT, SE, Banco de México, INEGI. Balanza Comercial de Mercancías de México. SNIEG. Información de Interés Nacional.

Por el lado de la demanda interna, con base en su indicador mensual, en mayo el consumo privado frenó su crecimiento, luego de diez meses con incrementos en el margen. A su interior, el consumo de bienes de origen nacional mostró un incipiente cambio de tendencia a la baja, en tanto que el consumo de bienes importados y de servicios moderaron su ritmo de expansión. Por su parte, en mayo la inversión fija bruta revirtió parte del repunte exhibido en los dos meses previos. El rubro de maquinaria y equipo frenó el dinamismo presentado en los siete meses previos, mientras que el gasto de

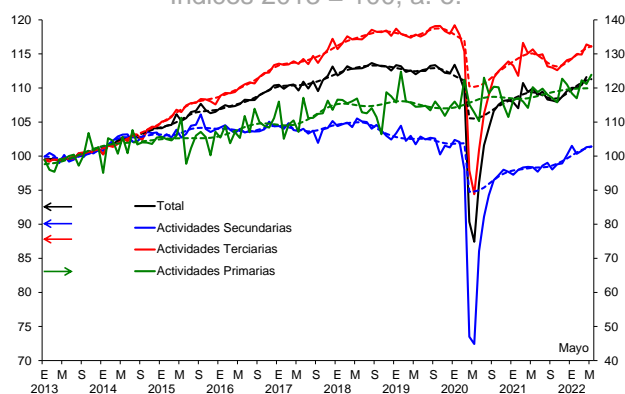
México, toda vez que este último representa el valor agregado, medido en pesos constantes.

inversión en construcción siguió mostrando debilidad.

Por el lado de la producción, en el periodo abril-mayo la actividad industrial continuó creciendo (Gráfica 15) como resultado, principalmente, del avance de las manufacturas y de una moderada reactivación de la construcción (Gráfica 16). Por su parte, los servicios siguieron expandiéndose, aunque se mantuvieron discrepancias en los niveles de reactivación de sus sectores. En el bimestre abril-mayo, los servicios que más contribuyeron al crecimiento fueron los servicios de transporte e información en medios masivos, el comercio, los servicios financieros e inmobiliarios y los servicios de esparcimiento y otros servicios.

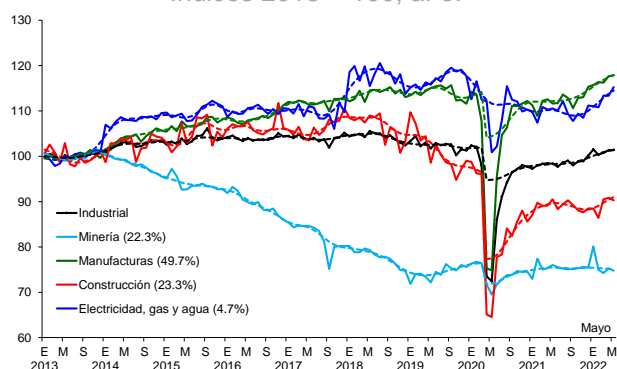
**Gráfica 15**  
**Indicador Global de la Actividad Económica**

Índices 2013 = 100, a. e.



a. e. / Serie con ajuste estacional y serie de tendencia. La primera se representa con la línea sólida y la segunda con la punteada.  
Fuente: Sistema de Cuentas Nacionales de México (SCNM), INEGI.

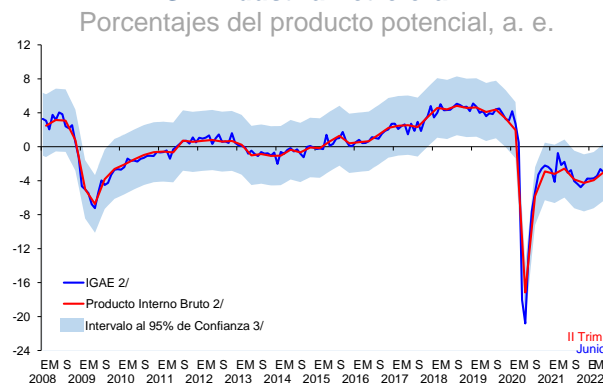
**Gráfica 16**  
**Actividad Industrial 1/**  
Índices 2013 = 100, a. e.



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

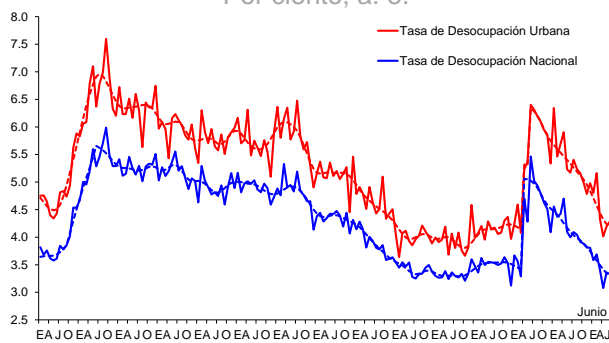
En cuanto a la posición cíclica de la economía, durante el segundo trimestre las condiciones de holgura se redujeron (Gráfica 17). En particular, la estimación de la brecha negativa del producto disminuyó respecto del trimestre previo, en concordancia con el comportamiento de la actividad económica en el periodo. A su vez, en junio la tasa de desocupación nacional exhibió un nivel similar al del mes previo, mientras que la tasa de desocupación urbana aumentó marginalmente (Gráfica 18). Ello en un contexto en el que tanto la tasa de participación laboral como la razón de ocupación a población en edad de trabajar crecieron ligeramente respecto de mayo. Por su parte, con cifras ajustadas por estacionalidad, entre mayo y julio la creación neta de puestos de trabajo afiliados al IMSS siguió presentando una tendencia al alza. Finalmente, en mayo el costo unitario de la mano de obra en el sector manufacturero se contrajo, luego de tres meses consecutivos con aumentos (Gráfica 19).

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



a. e. / Elaboración a partir de cifras con ajuste estacional.  
1/ Estimadas con el filtro de Hodrick-Prescott con corrección de colas; ver Banco de México (2009), "Informe sobre la Inflación, Abril-Junio 2009", pág.74.  
2/ Cifras del PIB oportuno al segundo trimestre de 2022 y del IGAE implícito a junio de 2022, congruente con dicha cifra oportuna.  
3/ Intervalo de confianza de la brecha del producto calculado con un método de componentes no observados.  
4/ Excluye la extracción de petróleo y gas, los servicios relacionados con la minería y la fabricación de productos derivados del petróleo y del carbón.  
Fuente: Elaboración de Banco de México con información del INEGI.

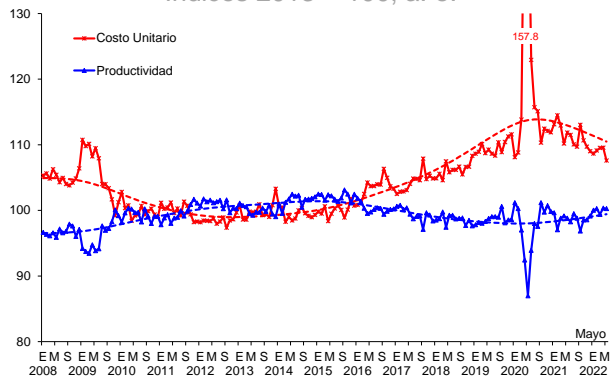
**Gráfica 18**  
**Tasa de Desocupación Nacional y Tasa de Desocupación Urbana**  
 Por ciento, a. e.



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

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

**Gráfica 19**  
**Productividad y Costo Unitario de la Mano de Obra en el Sector Manufacturero <sup>1/</sup>**  
 Índices 2013 = 100, a. e.



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

<sup>1/</sup> 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 junio de 2022, el financiamiento interno a las empresas siguió moderando su tasa de contracción anual en términos reales. En su interior, el crédito bancario a las empresas continuó con su gradual recuperación, al presentar una variación real anual positiva por segundo mes consecutivo, acumulando así tres trimestres de incrementos en su saldo. Ello en un contexto en el que la demanda de crédito de las empresas siguió recuperándose y en el que las condiciones de otorgamiento continuaron siendo estrechas respecto al inicio de la pandemia, aunque estas se han venido relajando desde la segunda mitad de 2021 para las empresas de menor tamaño.

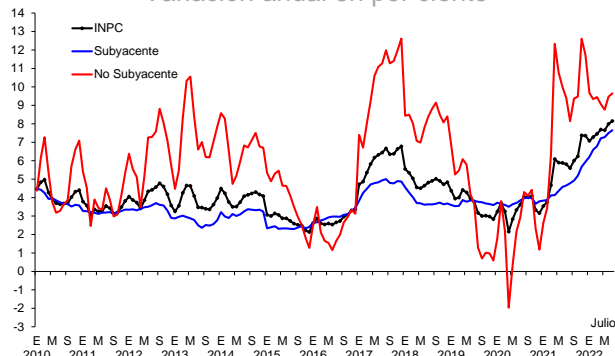
Por su parte, las emisiones netas de deuda corporativa en el mercado interno fueron negativas en el primer semestre de este año. En cuanto al crédito a los hogares, la cartera de vivienda de la banca comercial se expandió a un ritmo similar al del primer trimestre del año. A su vez, el crédito bancario vigente al consumo mostró un repunte en su ritmo de crecimiento respecto al trimestre previo, como resultado, principalmente, del dinamismo sostenido del crédito de nómina y de la cartera de tarjetas de crédito, así como de la reciente recuperación en la cartera de créditos personales. Ello en un contexto en el que la demanda de crédito por parte de los hogares ha continuado incrementándose. Las condiciones de otorgamiento de crédito a la vivienda se mantuvieron estables, al tiempo que para la cartera de consumo se relajaron en el segundo trimestre del año.

Las tasas de interés del crédito bancario a las empresas se situaron en niveles similares a los observados antes de la pandemia. En tanto, entre enero y junio de 2022, los márgenes de intermediación del crédito a las empresas se redujeron, por lo que se encuentran en general en niveles inferiores a los observados antes de la pandemia. A su vez, las tasas de interés del crédito a la vivienda se mantuvieron en niveles alrededor de sus mínimos históricos, si bien presentaron un ligero repunte. En febrero de 2022, las tasas de interés de los créditos al consumo registraron un nivel similar al observado durante el cuarto trimestre de 2021. Respecto de la calidad de la cartera, en junio de 2022 los índices de morosidad del crédito a las empresas y a la vivienda se redujeron y continuaron en niveles bajos. Por último, los índices de morosidad de la cartera de consumo también disminuyeron, con lo que se mantuvieron en niveles inferiores a los registrados antes del inicio de la pandemia, aunque continúan siendo elevados.

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

Entre junio y de julio de 2022, la inflación general anual aumentó de 7.99 a 8.15% (Gráfica 20 y Cuadro 1). Así, continuó reflejando las presiones derivadas de la pandemia de COVID-19 y del conflicto bélico entre Rusia y Ucrania.

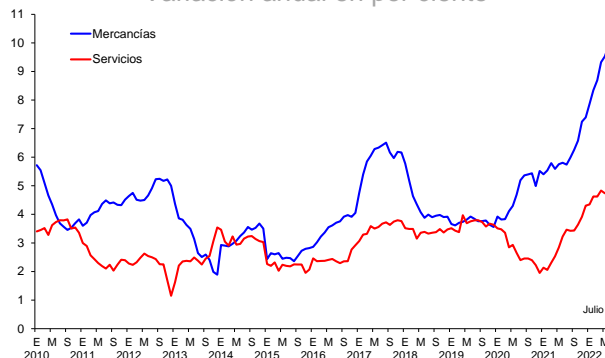
**Gráfica 20**  
Índice Nacional de Precios al Consumidor  
Variación anual en por ciento



Fuente: Banco de México e INEGI.

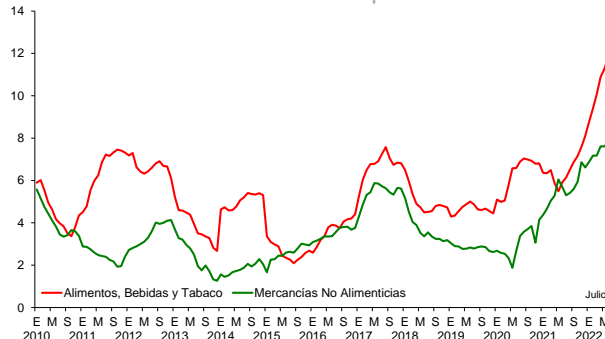
La inflación subyacente anual se incrementó de 7.49 a 7.65% entre junio y julio de 2022, de modo que continuó mostrando la tendencia al alza que ha presentado desde diciembre de 2020 (Gráfica 21). En su interior, en las fechas señaladas, la inflación anual de las mercancías registró 9.91 y 10.07%, respectivamente, presionada por la prolongación de las perturbaciones en las cadenas de producción y distribución, así como por los incrementos que han presentado los precios de diversos insumos en el nivel internacional, destacando los alimentos. Ello ha sido particularmente notorio en el comportamiento de la inflación de las mercancías alimenticias, que ya registraba niveles elevados y que en dicho lapso se incrementó de 11.84 a 12.09%. La inflación anual de las mercancías no alimenticias se mantuvo relativamente estable en 7.78 y 7.83% en los meses indicados (Gráfica 22). Por su parte, la inflación anual de los servicios aumentó de 4.76 a 4.90% en igual periodo, impulsada por la reapertura de sus actividades y por los mayores costos de operación que han tenido que enfrentar, tanto para evitar contagios, como por el aumento en los precios de sus insumos. En particular, la inflación anual del rubro de servicios distintos a educación y vivienda se incrementó de 6.61 a 6.87% en las fechas mencionadas, destacando en su interior las mayores variaciones de precios de los servicios de alimentación y de transporte.

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



Fuente: Banco de México e INEGI.

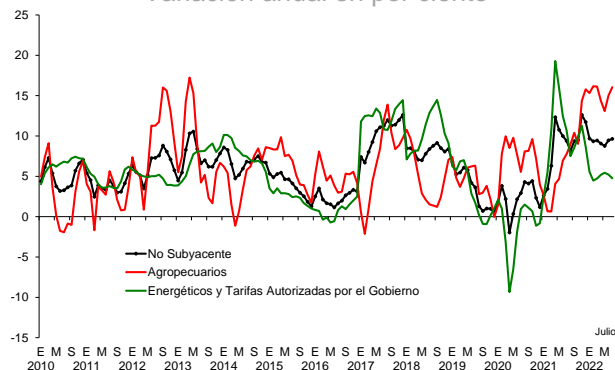
**Gráfica 22**  
Subíndice Subyacente de las Mercancías  
Variación anual en por ciento



Fuente: Banco de México e INEGI.

Entre junio y julio de 2022, la inflación no subyacente anual se incrementó de 9.47 a 9.65% (Gráfica 23 y Cuadro 1). Este resultado reflejó los elevados niveles de la inflación anual de los productos agropecuarios, que en las fechas referidas aumentó de 15.02 a 16.05%, afectada por el incremento en los costos de sus insumos de producción, como los de los fertilizantes y los granos. Por su parte, la inflación anual de los energéticos se redujo de 5.68 a 4.68% en ese lapso.

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



Fuente: Banco de México e INEGI.

Respecto de las expectativas de inflación provenientes de la encuesta que levanta el Banco de México entre especialistas del sector privado, entre mayo y julio la mediana para la inflación general para el cierre de 2022 aumentó de 6.81 a 7.80%, mientras que la correspondiente al componente subyacente pasó de 6.38 a 7.08%. A su vez, la mediana de las expectativas para la inflación general al cierre de 2023 se ajustó de 4.34 a 4.50%, en tanto que la mediana para la inflación subyacente esperada al cierre de ese año aumentó de 4.14 a 4.31%. Asimismo, la mediana de las expectativas de inflación general para el mediano plazo se ajustó ligeramente de 3.80 a 3.82%, mientras que para la inflación subyacente pasó de 3.70 a 3.83%. Por su parte, la mediana de las expectativas de inflación

general para el largo plazo (5 a 8 años) se mantuvo en 3.60% y para la inflación subyacente aumentó de 3.50 a 3.57%. Finalmente, la compensación por inflación y riesgo inflacionario disminuyó. A su interior, las expectativas implícitas en instrumentos de mercado siguieron aumentando, mientras que la prima por riesgo inflacionario continúa en niveles elevados.

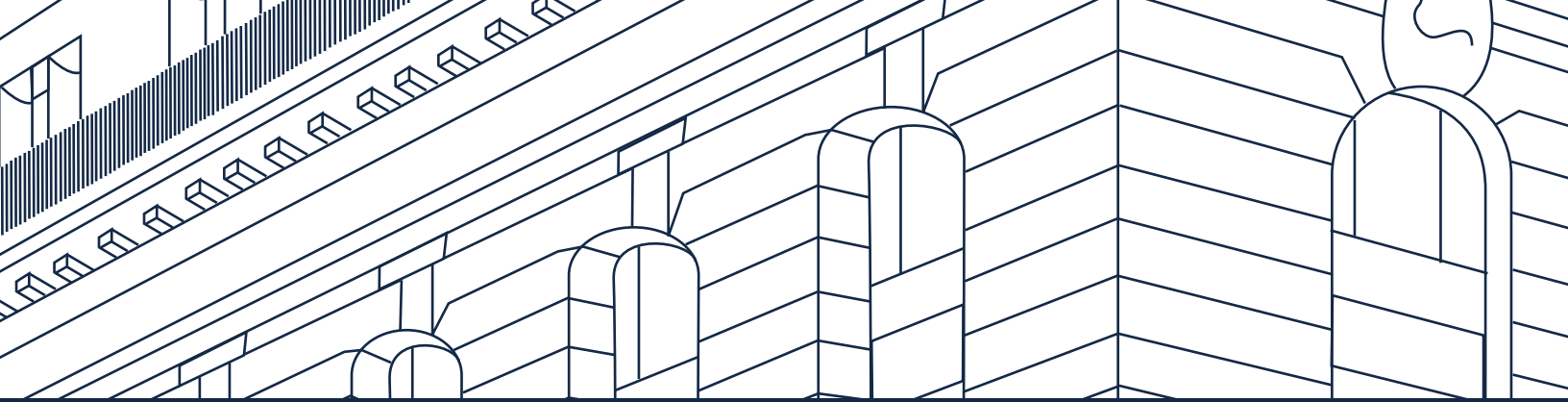
Se sigue previendo que la convergencia a la meta de 3% se alcance en el primer trimestre de 2024. Estas previsiones están sujetas a riesgos. Al alza: i) persistencia de la inflación subyacente en niveles elevados; ii) presiones inflacionarias externas derivadas de la pandemia; iii) que continúen las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



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

Concepto	Mayo 2022	Junio 2022	Julio 2022
<b>INPC</b>	<b>7.65</b>	<b>7.99</b>	<b>8.15</b>
<b>Subyacente</b>	<b>7.28</b>	<b>7.49</b>	<b>7.65</b>
<b>Mercancías</b>	<b>9.53</b>	<b>9.91</b>	<b>10.07</b>
Alimentos, Bebidas y Tabaco	11.27	11.84	12.09
Mercancías No Alimenticias	7.61	7.78	7.83
<b>Servicios</b>	<b>4.74</b>	<b>4.76</b>	<b>4.90</b>
Vivienda	2.84	2.97	3.02
Educación (Colegiaturas)	3.24	3.30	3.27
Otros Servicios	6.71	6.61	6.87
<b>No Subyacente</b>	<b>8.77</b>	<b>9.47</b>	<b>9.65</b>
<b>Agropecuarios</b>	<b>13.08</b>	<b>15.02</b>	<b>16.05</b>
Frutas y Verduras	12.88	14.39	16.16
Pecuarios	13.24	15.51	15.96
<b>Energéticos y Tarifas Aut. por Gobierno</b>	<b>5.44</b>	<b>5.22</b>	<b>4.76</b>
Energéticos	6.30	5.68	4.68
Tarifas Autorizadas por Gobierno	3.41	4.12	4.95

Fuente: INEGI.



BANCO DE MÉXICO®

Documento publicado el 25 de agosto de 2022

