



BANCO DE MÉXICO®

Programa Monetario 2023



Publicada-Usa General

Información que ha sido publicada por el Banco de México

JUNTA DE GOBIERNO

Gobernadora

VICTORIA RODRÍGUEZ CEJA

Subgobernadores

GALIA BORJA GÓMEZ

IRENE ESPINOSA CANTELLANO

JONATHAN ERNEST HEATH CONSTABLE

OMAR MEJÍA CASTELAZO

Programa Monetario para 2023

1. Fundamentos legales y económicos

La Ley del Banco de México en su Artículo 51 establece que en enero de cada año este Instituto Central debe entregar al Ejecutivo Federal y al H. Congreso de la Unión una exposición de los criterios a seguir para la conducción de la política monetaria durante el año correspondiente. Con el presente documento se cumple con dicha normatividad.

De acuerdo con el Artículo 28 de la Constitución Política de los Estados Unidos Mexicanos, “El Estado tendrá un banco central que será autónomo en el ejercicio de sus funciones y en su administración. Su objetivo prioritario será procurar la estabilidad del poder adquisitivo de la moneda nacional, fortaleciendo con ello la rectoría del desarrollo nacional que corresponde al Estado”. Asimismo, la Ley del Banco de México, en su Artículo 2, indica que este organismo es el responsable de proveer a la economía del país de moneda nacional y que, en la consecución de esta finalidad, tendrá como objetivo prioritario procurar la estabilidad del poder adquisitivo de dicha moneda. Serán también finalidades de este Instituto Central promover el sano desarrollo del sistema financiero y propiciar el buen funcionamiento de los sistemas de pagos. Estas responsabilidades se complementan entre sí, de tal manera que el logro de cada una de ellas facilita la consecución de las demás. Adicionalmente, estos objetivos constituyen bienes públicos que contribuyen al desarrollo económico y al bienestar de la población.

Para cumplir con estas finalidades, el Banco de México debe hacer un uso responsable de su facultad de emitir dinero fiduciario, procurando que la cantidad de dinero que ponga en circulación sea congruente con su mandato constitucional. El uso responsable de sus atribuciones genera que la población tenga confianza en que el Banco Central en todo momento conducirá la política monetaria con el objetivo de procurar la estabilidad del poder adquisitivo de la moneda nacional, lo que implica mantener una inflación baja y estable.

La autonomía del Banco Central en el ejercicio de sus funciones y su administración resulta fundamental para el cumplimiento de las finalidades de este Instituto. Al respecto, la Constitución confiere al Banco de México el carácter de órgano autónomo. Este atributo contribuye a que este Instituto Central se encuentre en condiciones de alcanzar y consolidar su objetivo prioritario y, de esa manera, contribuir al desarrollo económico del país.¹ De acuerdo con la teoría y la evidencia empírica internacional, la autonomía de los bancos centrales permite que estas instituciones se concentren plenamente en la consecución de su mandato de estabilidad de precios con una perspectiva de largo plazo, por lo que dicha autonomía tiende a estar asociada con entornos de inflación baja y estable.² A su vez, la autonomía conlleva la

¹ El [Recuadro 6 “Importancia de la Autonomía del Banco Central y del Mandato de Estabilidad de Precios”](#) del Informe Trimestral Julio-Septiembre de 2019 describe la importancia de la autonomía constitucional del Banco de México para la economía mexicana.

² Ver, por ejemplo, Chiquiar, D. e Ibarra, R. (2019), [“La independencia de los bancos centrales y la inflación: un análisis empírico”](#). Documento de Investigación de Banco de México No. 2019-18.

responsabilidad de un ejercicio de transparencia y rendición de cuentas con respecto a las funciones que por Ley debe cumplir el Instituto Central.

El carácter autónomo del Banco de México y su mandato constitucional de procurar la estabilidad del poder adquisitivo de la moneda nacional se fundamentan en la necesidad de evitar los costos económicos y sociales asociados con periodos de inflación elevada y volátil. Entre los principales costos de la inflación figuran los siguientes:

1. La inflación reduce el poder adquisitivo de la moneda. Los efectos son particularmente adversos para los hogares con menores ingresos, lo cual tiende a aumentar la desigualdad en la distribución del ingreso. En particular, la inflación reduce el poder adquisitivo de los salarios y del dinero y equivale a un impuesto sobre los saldos monetarios. Dado que las familias de menores ingresos por lo general mantienen una proporción mayor de sus ingresos y riqueza en efectivo, se verían relativamente más afectadas por la inflación.
2. La inflación alta y volátil genera una mayor incertidumbre que afecta la planeación de mediano y largo plazos de los agentes económicos. Un entorno de inflación elevada y volátil dificulta la evaluación de proyectos de inversión, ya que aumenta la incertidumbre sobre el comportamiento de los precios futuros y, en consecuencia, sobre los rendimientos esperados asociados con dichos proyectos. Lo anterior tiende a desalentar la ejecución de proyectos de mediano y largo plazos. Ello disminuye la inversión y, en consecuencia, el crecimiento económico y la creación de empleos productivos.
3. La inflación distorsiona las decisiones de los agentes económicos, afectando la asignación de recursos en la economía. Durante los episodios de inflación alta y volátil, las familias y empresas enfrentan un entorno más incierto, en el cual los precios relativos no proveen señales claras para que los agentes tomen decisiones adecuadas. Ello tiende a distorsionar las decisiones de consumo de las familias y de producción de las empresas. Además, la inflación también dificulta la comparación de precios entre distintos oferentes, lo cual reduce las presiones competitivas en la economía. Finalmente, un entorno de alta inflación propicia que los agentes asignen mayores recursos a proteger el poder adquisitivo de sus balances nominales, en lugar de destinar estos recursos a actividades productivas. Todo lo anterior contribuye a una asignación ineficiente de recursos, con afectaciones sobre la productividad y el crecimiento potencial de la economía.
4. La inflación alta y volátil puede conducir a un proceso de desintermediación financiera, incrementar el costo real del crédito en la economía y afectar la estabilidad del sistema financiero. Cuando la inflación es elevada, es posible que el rendimiento de los instrumentos de ahorro no compense los aumentos en precios. Ante ello, los agentes económicos pueden optar por destinar sus recursos a otros fines o canalizarlos hacia el sistema financiero internacional. En un entorno de inflación alta y volátil, un acreedor enfrenta un mayor riesgo de que el retorno real sobre su inversión sea menor de lo esperado. Para enfrentar este riesgo, el acreedor requiere aumentar el costo del financiamiento, afectando el crédito al sector privado. Por otro lado, durante periodos inflacionarios, el riesgo de crédito a empresas y hogares aumenta y su evaluación es más incierta, lo que tiende a desalentar el otorgamiento de crédito, así como a generar mayores

incumplimientos crediticios. Todo ello conlleva una menor intermediación financiera e incluso podría tener repercusiones sobre la estabilidad del sistema financiero.

Ante los costos de la inflación descritos, los cuales repercuten de manera adversa sobre el bienestar de la población, resulta fundamental el mandato que la Ley en México le ha conferido al Instituto Central. Para la consecución de dicho mandato, en 2001 el Banco de México adoptó formalmente un régimen de objetivos de inflación como marco para conducir la política monetaria y en 2003 estableció como meta permanente de inflación una variación anual de 3% del Índice Nacional de Precios al Consumidor (INPC). Además, tomando en consideración que en el corto plazo la inflación puede verse influida por múltiples factores que están fuera del control de la autoridad monetaria, definió un intervalo de variabilidad de más/menos un punto porcentual alrededor de la meta referida.³ Desde entonces la Junta de Gobierno conduce la política monetaria con el propósito de que la inflación se ubique en dicha meta.

Procurar la estabilidad del poder adquisitivo de la moneda nacional es un objetivo que contribuye a un entorno propicio para la realización de actividades productivas, la creación de empleos, el crecimiento de los salarios reales y, en consecuencia, un mayor bienestar de la población. En este contexto, la mejor contribución que puede tener un banco central para promover el crecimiento y el desarrollo económico y, en última instancia, incrementar el bienestar de la población consiste en mantener una inflación baja y estable. En la medida en que un banco central conduzca la política monetaria con ese fin y evite desviaciones de la inflación con respecto a su meta que, por su duración, magnitud o ambos, pongan en riesgo el proceso de formación de precios, propicia una mayor estabilidad macroeconómica. Al mantener la inflación y sus expectativas en niveles bajos y estables de manera sostenida se tienden a moderar las fluctuaciones de la actividad económica y del empleo, de tal modo que la producción de bienes y servicios se mantiene cerca de su nivel potencial.

Por otra parte, la evidencia indica que la política monetaria incide sobre la inflación, mientras que es ineficaz por sí misma para estimular o influir de manera permanente sobre variables reales como el crecimiento económico y el empleo.⁴ De no ser así, no existirían economías con un bajo nivel de desarrollo, ya que estas habrían podido resolver dicho problema mediante expansiones monetarias. En el caso de México, al igual que en otros países de América Latina, las políticas monetarias expansivas en los años setenta y ochenta del siglo pasado condujeron a una mayor inflación y, en el largo plazo, no tuvieron efectos favorables sobre la actividad económica y el empleo.

Finalmente, aun cuando la estabilidad de precios es necesaria para el desarrollo de la economía, por sí sola no es suficiente. Para generar un crecimiento elevado y sostenido también se requiere mantener tanto finanzas públicas sanas y sostenibles como un entorno que promueva mejoras en la productividad, la acumulación de capital físico y humano y, en general, una mayor competitividad de la economía en su conjunto. Asimismo, también es necesario un sistema

³ Para mayores detalles sobre la meta de inflación y el intervalo de variabilidad ver el [Informe sobre la Inflación Abril-Junio de 2002](#).

⁴ Ver el [Recuadro 5 "Política Monetaria y Actividad Económica"](#) del Informe Trimestral Julio-Septiembre de 2018.

financiero cada vez más resiliente y profundo que provea la liquidez necesaria y ayude a la mitigación de riesgos.

2. Principios generales para la conducción de la política monetaria

Al igual que en los últimos años, durante 2023 el Banco de México conducirá la política monetaria de acuerdo con un régimen de objetivos de inflación con base en pronósticos. Como el régimen de objetivos de inflación adoptado en 2001, este esquema se caracteriza por un reconocimiento de la estabilidad de precios como el objetivo fundamental, el anuncio de una meta de inflación explícita, un elevado nivel de transparencia, una estrategia de comunicación amplia con el público y la presencia de mecanismos de rendición de cuentas. En el caso particular del Banco de México, esta meta, establecida por la Junta de Gobierno como referencia permanente, es de una variación anual del INPC de 3%. Sin embargo, a diferencia de aquel, y como se explica más adelante, bajo este esquema la autoridad monetaria utiliza los pronósticos de inflación como un objetivo intermedio para conducir la política monetaria. Estos pronósticos se elaboran a partir de modelos que representan el funcionamiento de la economía y que permiten evaluar la interacción de las distintas variables económicas.

La conducción de la política monetaria está orientada hacia alcanzar y mantener una inflación baja y estable, procurando evitar desviaciones de la inflación con respecto a su meta que pongan en riesgo el proceso de formación de precios. Cuando el compromiso de un banco central con su objetivo de estabilidad de precios es creíble, los agentes económicos confían en que la postura monetaria se ajustará oportunamente para lograr dicho objetivo. Por consiguiente, sus expectativas de inflación tienden a estar ancladas en torno a la meta de inflación. Esto, a su vez, favorece la consecución del objetivo de estabilidad de precios. Para fortalecer la credibilidad del compromiso del Banco Central con este objetivo, este debe comunicar de manera clara la evolución de los determinantes de la inflación y sus implicaciones para la política monetaria, así como sus decisiones y planes.

Para implementar su política monetaria el Banco de México tiene como instrumento la Tasa de Interés Interbancaria a un día o tasa de referencia. El Instituto Central, a través de ajustes en dicha tasa o de una comunicación que sugiera una guía futura sobre su trayectoria, influye sobre la curva de rendimientos y, con ello, tiene efectos sobre la inflación a través de diversos canales. Dichos canales operan simultáneamente y, en su conjunto, constituyen el mecanismo de transmisión de la política monetaria. Entre los principales canales de transmisión de la política monetaria se encuentran: i) el canal de tasas de interés; ii) el canal de crédito; iii) el canal de precios de los activos; iv) el canal del tipo de cambio; v) el canal de toma de riesgos; y vi) el canal de expectativas de inflación.⁵ Estos canales tienen diversos impactos sobre la economía y la inflación. La mayoría de ellos incide sobre la inflación mediante sus efectos sobre la demanda agregada si bien algunos, como es el caso de los canales del tipo de cambio y de expectativas de inflación, también influyen en la oferta agregada.

Dado que la política monetaria debe responder ante distintas perturbaciones que afectan a la economía y, en particular, al proceso de formación de precios, el Banco de México debe realizar

⁵ Ver el [Programa Monetario para 2013](#) para una descripción detallada de los canales del mecanismo de transmisión de la política monetaria.

un análisis de las condiciones económicas prevaletientes y de las características de las presiones inflacionarias que lleguen a presentarse. Cuando dichas presiones son generalizadas y provienen del lado de la demanda, es conveniente que el banco central restrinja la postura monetaria. Esto ayuda a moderar las presiones sobre la inflación a través de los canales descritos.

Cuando las presiones inflacionarias provienen del lado de la oferta, el reto para la política monetaria es procurar que ante dichas perturbaciones las expectativas de inflación de mediano y largo plazos permanezcan ancladas y que el proceso de formación de precios no se vea afectado.⁶ Al respecto, las expectativas de mediano y largo plazos son más relevantes para la política monetaria que las de corto plazo. Ello debido a que es normal que estas últimas aumenten ante la ocurrencia de choques que presionan al alza a la inflación observada. No obstante, en la medida en que las expectativas de mayor plazo se mantengan ancladas, la inflación observada tendería a disminuir a medida que los choques se disipen, aun cuando las de corto plazo se hubieran incrementado.

Por lo general, se considera que ante un choque de oferta que se refleje en un cambio de precios relativos, la autoridad monetaria no tendría que intentar contrarrestar los efectos de dicho choque sobre la inflación en la medida en que las expectativas de inflación de mediano y largo plazos permanezcan ancladas, ya que esos serían transitorios. Por otra parte, si ante el choque de oferta y el aumento en la inflación observada los agentes económicos comenzaran a incrementar sus expectativas de inflación de mediano y largo plazos, entonces el efecto del choque tendería a ser más duradero, ya que los agentes empezarían a fijar sus precios considerando la mayor inflación que prevén. Bajo esas condiciones, la inflación elevada podría arraigarse en la economía aun cuando los choques se hubieran disipado. Es por ello que con el fin de evitar un proceso de desanclaje de las expectativas, los bancos centrales deben ajustar sus posturas monetarias para prevenir su deterioro.

Finalmente, si las perturbaciones de oferta son generalizadas, de magnitud considerable y duraderas, el riesgo de que los agentes económicos ajusten al alza sus expectativas de inflación de mediano y largo plazos es significativamente elevado. En este escenario, la política monetaria puede responder ante la posibilidad de un desanclaje de dichas expectativas, aun cuando estas permanezcan relativamente estables. La respuesta de la política monetaria ante choques de oferta también depende del grado de credibilidad que tenga el banco central, ya que mientras menor sea dicha credibilidad mayor es el riesgo de un desanclaje como el descrito. Al mismo tiempo, los bancos centrales con una historia más corta de inflación baja y estable posiblemente requieran una mayor reacción para mantener su credibilidad.

Ante la relevancia de la evolución de las expectativas de inflación, el Banco Central monitorea cuidadosamente el comportamiento de las expectativas para diferentes horizontes, provenientes de encuestas e instrumentos de mercado. Ello con el propósito de identificar de manera oportuna señales que pudieran sugerir la posibilidad de un desanclaje de las mismas.

Como se describe en el Informe Trimestral Abril-Junio 2018, en un régimen de objetivos de inflación con base en pronósticos los bancos centrales determinan la postura de política

⁶ Ver el [Recuadro 7 “Choques Inflacionarios, Anclaje de Expectativas y Política Monetaria”](#) del Informe Trimestral Abril-Junio de 2021.

monetaria de tal manera que los pronósticos de inflación que resultan de esta sean congruentes con el cumplimiento de su mandato, considerando el horizonte en el que opera la política monetaria.⁷ Así, cuando se presenta una modificación a dichos pronósticos de tal manera que estos ya no sean congruentes con una convergencia de la inflación a su meta, las autoridades monetarias evalúan la naturaleza, magnitud y persistencia previstas de los choques inflacionarios y, en consecuencia, ajustan la postura de política monetaria.

Los pronósticos de inflación de la autoridad monetaria pueden interpretarse como un “objetivo intermedio”; es decir, no son un fin en sí mismo, sino que disciplinan las decisiones de política monetaria para que estas sean congruentes con la meta de inflación. De esta manera, los pronósticos de inflación del banco central pueden considerarse como un objetivo intermedio dado que tienden a estar altamente correlacionados con la evolución de la inflación, sin ser la inflación misma, ya que esta se encuentra sujeta a la ocurrencia de choques no anticipados. La publicación de los pronósticos los hace ampliamente visibles al público, facilitando así la evaluación de la conducción de la política monetaria.

Desde 2018, el Banco de México publica en sus Informes Trimestrales los pronósticos puntuales de la inflación general y subyacente anual para los siguientes ocho trimestres. En agosto de 2021, buscando proveer mayor información al público sobre la trayectoria de los pronósticos de inflación considerada por el Banco Central, se acordó que en cada decisión de política monetaria se publique la actualización correspondiente.⁸ Posteriormente, en diciembre de ese año se anunció que dicha información se complementaría con la publicación de las variaciones trimestrales desestacionalizadas anualizadas de los índices de precios general y subyacente para el horizonte de pronóstico.⁹ Esta última medida tiene como objetivo proveer al público de información adicional sobre la dinámica prevista para la inflación, pues dichas variaciones registran únicamente los cambios de precios que se prevé que sucedan entre un trimestre y el siguiente, a diferencia de las anuales, que se ven influidas por los efectos aritméticos de los choques que ocurrieron hasta doce meses atrás.

Tomando en cuenta las consideraciones anteriores, la manera en que los pronósticos de inflación se utilizan en el proceso de decisión de la política monetaria puede describirse conceptualmente de la siguiente manera: i) Se elabora un nuevo pronóstico de inflación considerando toda la información disponible. Si el nuevo pronóstico es similar al anterior y además implica la convergencia de la inflación a su meta en el horizonte de pronóstico, entonces la postura de política monetaria a lo largo de dicho horizonte sería similar a la postura previamente considerada. ii) Si la información adicional implica mayores presiones inflacionarias a las previamente anticipadas, de manera que el nuevo pronóstico se desvía con respecto al anterior, entonces el Banco Central evalúa la naturaleza, magnitud y persistencia prevista de los choques. Con base en lo anterior, determina la postura de política monetaria a lo largo de todo el horizonte de pronóstico que se necesitaría para que el nuevo pronóstico alcance la meta de

⁷ Ver el [Recuadro 5 “Régimen de Objetivos de Inflación con Base en Pronósticos”](#) del Informe Trimestral Abril-Junio de 2018 y el Recuadro 6 [“Régimen de Objetivos de Inflación y el Papel de los Pronósticos”](#) del Informe Trimestral Octubre-Diciembre de 2017.

⁸ Ver el [Comunicado de Prensa del 5 de agosto de 2021](#).

⁹ Ver el [Comunicado de Prensa del 16 de diciembre de 2021](#).

inflación bajo las nuevas condiciones, considerando un ajuste ordenado en la economía. iii) Finalmente, se publica el nuevo pronóstico de inflación y, en su caso, se explican las razones de sus modificaciones. A su vez, se señala la fecha en que se estima que la inflación se ubicaría en la meta.

El régimen de objetivos de inflación con base en pronósticos implica el uso de modelos, tanto para pronosticar la inflación como para analizar los efectos de la política monetaria sobre la economía en su conjunto. Si bien dichos modelos son útiles para la conducción de la política monetaria, al ser una representación simplificada de la economía no consideran aspectos que, bajo ciertas circunstancias, pueden ser relevantes para la toma de decisiones. Ello sucede en mayor medida en las economías emergentes, las cuales usualmente enfrentan mayores fuentes de incertidumbre y volatilidad que las economías avanzadas. De igual forma ocurre en escenarios sumamente atípicos, como los asociados a las afectaciones económicas de problemas sanitarios, como la pandemia de COVID-19, y de conflictos geopolíticos, como la guerra entre Ucrania y Rusia.

La teoría económica y la evidencia empírica sugieren que la efectividad de la política monetaria depende, en buena medida, de que la comunicación por parte de las autoridades monetarias sea clara y transparente. En un régimen de objetivos de inflación con base en pronósticos, los participantes en los mercados y el público en general disponen de más elementos para dar seguimiento y evaluar la conducción de la política monetaria. Ello puede contribuir a una mayor credibilidad en las estrategias y acciones de los bancos centrales y en el cumplimiento de sus metas, lo que a su vez puede conducir a un mejor anclaje de las expectativas de inflación. Con ello, se fortalece el mecanismo de transmisión de la política monetaria. Así, la comunicación que los bancos centrales mantienen con el público es un instrumento clave en la conducción de la política monetaria y constituye un mecanismo eficaz de rendición de cuentas.

En este contexto, de manera continua la Junta de Gobierno del Banco de México ha implementado diversas modificaciones a su estrategia de comunicación con la finalidad de seguir avanzando en la adopción de mejores prácticas y de medidas adicionales de transparencia.¹⁰ En particular, en adición a la publicación de los pronósticos de inflación previamente descrita, en febrero de 2020 se actualizaron y se hicieron públicos por primera vez los Criterios Generales de Comunicación de la Junta de Gobierno y servidores públicos del Banco de México.¹¹ Esta actualización incorpora las mejores prácticas y criterios adoptados por diversos bancos centrales y organismos internacionales en materia de comunicación. Al mismo tiempo, se implementaron medidas para hacer más claros y concisos tanto los Comunicados de Prensa sobre el Anuncio de la Decisión de Política Monetaria como las Minutas correspondientes. Durante 2021 se acordó que en cada decisión de política monetaria se identificara el sentido de la votación de cada uno de los integrantes de la Junta de Gobierno que hayan participado en la reunión.¹² Finalmente, en 2022 se acordó la publicación del calendario

¹⁰ Ver el [Recuadro 6 “Avances en la Estrategia de Comunicación del Banco de México”](#) del Informe Trimestral Abril- Junio de 2021.

¹¹ Ver el [Comunicado de Prensa del 10 de febrero de 2020](#).

¹² Ver el [Comunicado de Prensa del 5 de agosto de 2021](#).

de política monetaria para 2023 con mayor antelación que en años previos.¹³ Lo anterior, en adición a fortalecer la política en materia de transparencia y comunicación del Banco de México, facilita el funcionamiento de algunos mercados en los cuales la definición de la fecha de las decisiones de política monetaria es crítica y contribuye al buen desarrollo y funcionamiento del mercado de derivados.

De la decisión de mayo a la de diciembre de 2022, la Junta de Gobierno incorporó por primera vez en sus Comunicados de Política Monetaria una guía prospectiva sobre las decisiones de política monetaria subsecuentes. Al proporcionar una orientación futura sobre la dirección de los siguientes ajustes de la tasa de referencia, se contribuyó a consolidar una postura monetaria que atendiera el deterioro del panorama inflacionario. Asimismo, con dicha guía se reforzó la comunicación sobre el compromiso de la Institución con su mandato de estabilidad de precios. Así, esta guía prospectiva coadyuvó a un ajuste ordenado de los mercados financieros ante los incrementos de 75 puntos base de la tasa de referencia que se implementaron durante este año, considerando que aumentos de esta magnitud no se habían observado desde que este Instituto Central tiene como instrumento la Tasa de Interés Interbancaria a un Día.

Cabe señalar que en aquellos casos en que se utilice una guía futura como instrumento de comunicación, ello no implica un compromiso de acciones específicas de política monetaria; en lugar de ello, la guía futura debe interpretarse como una orientación sobre el rumbo esperado de la postura monetaria con la información disponible a la fecha del anuncio de cada decisión. Reconociendo la importancia de la comunicación para la conducción de la política monetaria, y la incertidumbre que caracteriza al entorno actual, la Junta de Gobierno mantendrá sus esfuerzos para mantener un proceso de mejora continua como lo ha hecho en los últimos años.

3. Conducción de la política monetaria en 2022 y consideraciones para 2023

Durante 2022, el Banco de México enfrentó un entorno sumamente complejo e incierto, caracterizado por presiones inflacionarias duraderas y de una magnitud considerable, así como por condiciones monetarias y financieras más apretadas a nivel global. A los choques derivados de la pandemia, los cuales seguían sin resolverse y, en consecuencia, incidiendo sobre el comportamiento de la inflación en México, se sumaron los asociados al conflicto bélico en Ucrania. Ante los riesgos derivados de un entorno cada vez más complicado, la Junta de Gobierno del Banco de México ajustó la postura monetaria de modo que esta fuera congruente con la consecución de su mandato en el horizonte de pronóstico. Para ello adoptó acciones oportunas y contundentes, que llevaron la postura monetaria a terreno restrictivo, como lo ameritaban las presiones inflacionarias y las condiciones económicas atípicas, reafirmando así su compromiso con el mandato constitucional.

Respecto del entorno internacional, durante 2022 las afectaciones derivadas de la pandemia siguieron incidiendo sobre el comportamiento de la inflación a nivel global. En este contexto, el panorama inflacionario se tornó aún más complicado con respecto al año previo. Los choques derivados de la pandemia resultaron ser más profundos y persistentes que lo anticipado. La oferta de bienes y servicios alrededor del mundo siguió afectada por las disrupciones en las

¹³ Ver el [Comunicado de Prensa del 31 de agosto de 2022](#).

cadena de producción y suministro, mientras que la demanda global se expandió a un ritmo elevado ante las repercusiones de los cambios en los patrones de consumo, la reapertura de actividades y las medidas de estímulo fiscal en economías avanzadas como la estadounidense. Bajo estas circunstancias, la oferta continuó enfrentando dificultades para ajustarse a la misma velocidad que la demanda, lo que intensificó aún más los cuellos de botella en los sistemas de producción y distribución. Así, persistieron los desbalances entre oferta y demanda en diversos mercados, ejerciendo presión al alza sobre los precios de una multiplicidad de bienes y servicios. A este entorno de por sí complejo, se agregaron las presiones asociadas con el conflicto bélico entre Ucrania y Rusia que comenzó en el primer trimestre de 2022. Este propició una mayor incertidumbre, interrupciones adicionales en las cadenas de suministro, así como aumentos importantes en los precios de diversas materias primas, destacando las alimenticias y los energéticos. De esta manera, a lo largo de 2022 la economía global enfrentó el efecto acumulado de diversos choques inflacionarios subsecuentes, duraderos y de gran magnitud. En este contexto, la inflación, que en diversas economías ya se ubicaba por arriba de las metas de sus bancos centrales, continuó incrementándose, ubicándose en múltiples casos en niveles que no se habían registrado en décadas.

En los últimos meses del año pasado algunos de los factores que habían presionado a la inflación global comenzaron a mostrar señales de mitigación. En particular, se registró una mejoría en la operación de las cadenas de suministro, así como una estabilización y cierta reducción en los precios internacionales de algunos bienes primarios, si bien se mantuvieron en niveles elevados. En este contexto, en diversas economías la inflación general empezó a moderarse. Sin embargo, la inflación subyacente, en general, mostró mayor persistencia ante presiones al alza sobre los precios de diversos bienes y servicios asociadas, en parte, a los efectos rezagados de los choques inflacionarios, por lo que el panorama inflacionario siguió siendo complicado.

En un contexto de presiones inflacionarias, durante el año pasado las autoridades monetarias de la mayoría de las principales economías avanzadas aumentaron sus tasas de interés de referencia. En diversos casos, los incrementos se realizaron a un ritmo más rápido de lo anticipado, si bien a finales del año ciertos bancos centrales moderaron el ritmo de alzas. Su comunicación ha indicado que para lograr la convergencia de la inflación a su meta se requiere de tasas elevadas por un periodo prolongado. Respecto de sus programas de compras de activos, la mayoría de estas instituciones comenzó con la reducción gradual de sus tenencias de valores.

En el caso de la Reserva Federal de los Estados Unidos, esta comenzó a aumentar el rango objetivo de la tasa de fondos federales a partir de marzo. Implementó ajustes al alza de 75 puntos base en cada una de sus reuniones de junio, julio, septiembre y noviembre. Desde 1994 no realizaba incrementos de esa magnitud. En su reunión de diciembre, incrementó dicho rango en 50 puntos base alcanzando un intervalo de 4.25 a 4.50%. Asimismo, anticipó que incrementos adicionales serían apropiados con el objetivo de alcanzar una postura monetaria lo suficientemente restrictiva para lograr su objetivo de inflación a lo largo del tiempo. Por su parte, en las principales economías emergentes, a lo largo del año, la mayoría de los bancos centrales continuó incrementando sus tasas de referencia y en algunos casos los ajustes al alza fueron significativos. En los últimos meses del año, algunas de estas instituciones concluyeron su ciclo alcista e indicaron que con el objeto de asegurar la convergencia de la inflación a su meta se requeriría mantener sus tasas en niveles elevados durante un tiempo prolongado.

Durante la mayor parte del año, las tasas de interés en los mercados financieros internacionales exhibieron una tendencia al alza, si bien con cierta volatilidad. Asimismo, se observó un importante fortalecimiento del dólar estadounidense con respecto a las divisas de un gran número de economías avanzadas y emergentes. No obstante, hacia finales del año, las tasas de interés de mediano y largo plazos alrededor del mundo registraron ciertos ajustes a la baja, mientras que la fortaleza del dólar se moderó. En general, a lo largo del año, los mercados financieros internacionales respondieron a las preocupaciones asociadas a los altos niveles de inflación alrededor del mundo, al ciclo de apretamiento monetario a nivel global y a la perspectiva de una desaceleración económica mundial. También influyeron en su comportamiento las mayores tensiones geopolíticas, así como la incertidumbre con respecto a la evolución de la pandemia, particularmente en China, y su posible impacto en la actividad económica global y en las cadenas de suministro.

Respecto de la actividad económica, se anticipa que la economía global en 2022 haya crecido menos de lo esperado al inicio del año debido, entre otros factores, a los efectos derivados de la evolución de la pandemia de COVID-19, así como al impacto económico del conflicto bélico entre Rusia y Ucrania. Asimismo, la actividad mundial se vio afectada por el endurecimiento de las condiciones financieras derivadas del ciclo de apretamiento monetario a nivel global. Diversas economías mostraron una moderación en su ritmo de actividad, sobre todo aquellas más directamente afectadas por el conflicto bélico y las sanciones económicas impuestas. Por su parte, en Estados Unidos se observaron dos trimestres de contracción económica en la primera mitad del 2022 y una recuperación gradual en el tercer trimestre del año. Hacia delante, indicadores prospectivos apuntan a un deterioro para la actividad económica mundial, así como a una moderación en el comercio internacional.

En el ámbito interno, la actividad económica de México en 2022 continuó recuperándose de las disrupciones asociadas a la pandemia, luego de la caída registrada en el tercer trimestre de 2021 y de la debilidad que se observó en el cuarto trimestre de ese año. En particular, se presentó un crecimiento económico en los primeros tres trimestres de 2022 por encima de lo esperado a inicios de ese año. Ello sucedió a pesar de las olas de contagios por COVID-19 durante el año, la persistencia de las disrupciones en las cadenas globales de suministro y el contexto mundial de elevada incertidumbre. Ante esta dinámica, el PIB se ubicó en el tercer trimestre de 2022 en un nivel similar al reportado en el cuarto trimestre de 2019, es decir, previo a la emergencia sanitaria. Por el lado de la producción, dicha recuperación reflejó principalmente la tendencia al alza que mantuvo el sector manufacturero y la reactivación en el sector de los servicios. Por el lado de la demanda, el dinamismo económico estuvo apoyado tanto por la demanda externa como por la interna. En este contexto de reactivación de la actividad, el financiamiento interno al sector privado no financiero acumuló al cierre del año tres trimestres consecutivos con tasas de crecimiento reales positivas, tras las afectaciones derivadas de los choques asociados a la pandemia. Respecto del mercado laboral, los indicadores agregados tales como las tasas de desocupación y de participación laboral recuperaron, en general, los niveles registrados antes de la pandemia. Sin embargo, persistió heterogeneidad en la recuperación entre los sectores de actividad y entre distintos grupos de la población.

A lo largo de 2022 las presiones inflacionarias resultaron ser más profundas, duraderas y generalizadas de lo anticipado. En consecuencia, la inflación general a tasa anual mostró aumentos significativos durante ese periodo. En particular, pasó de 7.36% en diciembre de 2021 a 8.70% en agosto de 2022, para posteriormente disminuir en los últimos meses del año, ubicándose en 7.82% en diciembre. En cuanto a la inflación subyacente, durante prácticamente todo 2022 continuó con la trayectoria al alza que había iniciado en diciembre de 2020. En particular, pasó de 5.94% en diciembre de 2021 a 8.51% en noviembre de 2022 y a 8.35% en diciembre. A lo largo del año, este componente enfrentó presiones principalmente asociadas con la evolución de la pandemia y el conflicto geopolítico en Ucrania que ocasionaron aumentos en los costos de producción, derivados de las disrupciones en las cadenas de suministro, así como de los mayores precios que registraron diversos insumos. En este contexto, la inflación subyacente se vio particularmente afectada por el incremento en los precios de las mercancías alimenticias. A su vez, la inflación no subyacente anual se mantuvo en niveles elevados debido, principalmente, a las presiones al alza sobre los precios de los productos agropecuarios. En particular, estos estuvieron afectados por incrementos en los costos de sus insumos, como fertilizantes y granos, los cuales presentaron aumentos adicionales a partir del inicio del conflicto en Ucrania. Por su parte, la inflación anual de los energéticos estuvo contenida por las políticas del Gobierno Federal, las cuales limitaron el traspaso de los incrementos en las referencias internacionales. La inflación no subyacente exhibió un nivel de 11.74% en diciembre de 2021. En agosto de 2022, mes en el que alcanzó su nivel más alto en el año, se situó en 10.65%. Posteriormente, en los últimos meses de 2022 registró un descenso para ubicarse en 6.27% en diciembre. En este contexto, la moderación de la inflación general obedeció en su mayor parte a esta disminución del componente no subyacente.

Ante la intensificación de los choques existentes y el surgimiento de perturbaciones adicionales, durante 2022 la inflación se ubicó en varias ocasiones por arriba de lo anticipado. En este contexto, los pronósticos elaborados por este Instituto Central se ajustaron significativamente al alza en la mayoría de las decisiones de política monetaria del año. Asimismo, considerando la percepción de que sus efectos serían más duraderos, en las reuniones de marzo y septiembre se previó que la convergencia de la inflación general a la meta de 3% se daría más adelante en el horizonte de pronóstico. Conforme comenzaron a observarse señales de mitigación de algunos choques, la magnitud de la revisión de los pronósticos fue menor. Inclusive, en las reuniones de noviembre y diciembre, los pronósticos de corto plazo para la inflación general presentaron revisiones marginales a la baja. Según la previsión publicada en el último mes de 2022 se anticipa que la inflación converja a su meta en el tercer trimestre de 2024.

Respecto de las decisiones de política monetaria, durante 2022, en un entorno sumamente complejo e incierto, el Banco de México continuó con el ciclo de alzas que había iniciado en junio de 2021. Así, después de incrementos de 25 puntos base en junio, agosto, septiembre y noviembre de 2021 y uno de 50 puntos base en diciembre del mismo año, la Junta de Gobierno decidió aumentar nuevamente en 50 puntos base el objetivo para la Tasa de Interés Interbancaria a un día en cada una de sus decisiones de febrero, marzo y mayo de 2022. Ante una intensificación de las presiones globales ya descritas, la inflación y sus expectativas de corto plazo aumentaron de manera significativa. Frente al deterioro del panorama inflacionario y el mayor reto para controlar la inflación, las condiciones económicas ameritaban alzas en la tasa

de referencia de una magnitud mayor. Asimismo, en cada una de sus reuniones de junio, agosto, septiembre y noviembre de 2022, la Junta de Gobierno incrementó la tasa de referencia de política monetaria en 75 puntos base. Estas acciones finalmente permitieron alcanzar una postura monetaria restrictiva, en respuesta a la complejidad del entorno inflacionario.

En la reunión de diciembre, ante ciertas mejoras en el panorama inflacionario y considerando los incrementos acumulados en la tasa de referencia a lo largo de este ciclo alcista, la Junta de Gobierno decidió reducir el ritmo de los incrementos de 75 a 50 puntos base. Dicha decisión reflejó un balance delicado. Por una parte, como se mencionó, algunos de los choques que han incidido sobre la inflación habían comenzado a mostrar señales de moderación. Asimismo, la inflación general anual en sus últimas lecturas había disminuido, principalmente debido a la caída del componente no subyacente, mientras que las revisiones de los pronósticos del Instituto Central habían sido moderadas. Por otra parte, la inflación subyacente hasta el mes de noviembre había seguido incrementándose, si bien los últimos ajustes habían sido de una magnitud menor a los registrados en meses previos. Así, ante un entorno todavía complejo y con un balance de riesgos para la trayectoria de inflación en el horizonte de pronóstico al alza, el incremento adicional de 50 puntos base de la decisión de diciembre contribuyó a fortalecer aún más la postura monetaria.

En su evaluación del panorama inflacionario del país, la Junta de Gobierno consideró la evolución de una amplia gama de variables en sus decisiones de política monetaria. Como destacó en sus anuncios sobre las decisiones de política monetaria, durante el año pasado evaluó la magnitud y diversidad de los choques inflacionarios, así como la evolución de las expectativas de inflación de mediano y largo plazos y el proceso de formación de precios. Ponderó 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, así como la posibilidad de mayores afectaciones a la inflación. En sus comunicados de noviembre y diciembre, también resaltó la postura monetaria alcanzada en este ciclo alcista.

Entre los múltiples factores que la Junta de Gobierno consideró al definir la postura monetaria apropiada, se encuentran los acontecimientos externos, como las acciones de política monetaria de la Reserva Federal y, en general, la evolución de la economía estadounidense, esto en la medida en que dichos factores inciden sobre el panorama inflacionario de México.¹⁴ Si bien la mayoría de los ajustes de la tasa de referencia implementados por el Banco de México durante 2022 fueron de la misma magnitud que los adoptados por la autoridad monetaria estadounidense, ello se debió a las presiones inflacionarias que han afectado a ambas economías, lo cual no implica que hacia delante los ajustes monetarios deban ser equivalentes. Al respecto, la Junta de Gobierno evalúa el panorama inflacionario del país, considerando para ello una amplia gama de variables, y toma sus decisiones de política monetaria en función de su mandato prioritario.

¹⁴ Ver el [Recuadro 5 “Transmisión de Choques Macroeconómicos de Estados Unidos a México y Respuesta de Política Monetaria”](#) del Informe Trimestral Julio-Septiembre de 2022.

Con sus acciones de política monetaria, durante 2022 el Banco de México reforzó su compromiso con su mandato constitucional de procurar la estabilidad del poder adquisitivo de la moneda nacional. Las acciones del Instituto Central procuraron evitar un desanclaje de las expectativas de inflación de mayor plazo, lo que hubiera desembocado en una inflación aún más elevada y persistente. Los incrementos en las expectativas de los especialistas del sector privado correspondientes a los próximos 5 a 8 años de las inflaciones general y subyacente fueron relativamente moderados. No obstante, estas expectativas se mantuvieron por arriba de la meta de 3%. Además, su distribución mostró un incremento en su dispersión y un sesgo hacia niveles de inflación superiores a la mediana, lo cual constituye una señal de alerta para el Instituto Central.

En general, los ciclos de apretamiento monetario en economías de importancia sistémica, como la estadounidense, suelen implicar retos significativos para economías emergentes, como la mexicana. Ciclos de alzas en la tasa de fondos federales suelen asociarse con salidas de capital y presiones cambiarias. Asimismo, en presencia de vulnerabilidades internas, históricamente han desencadenado crisis financieras. No obstante, actualmente la economía mexicana se encuentra en mejor posición que en el pasado para hacer frente a los riesgos asociados con una coyuntura externa caracterizada por condiciones financieras astringentes. Ello debido a la mayor fortaleza de los fundamentos macroeconómicos del país relativo a otras economías. Al respecto, figuran: i) cuentas externas sostenibles; ii) un sistema bancario bien capitalizado; iii) disciplina fiscal; iv) niveles adecuados de reservas internacionales; y v) un régimen de flexibilidad cambiaria.

Aunado a lo anterior, el Banco de México, como se mencionó, ha seguido una política monetaria prudente y oportuna enfocada en la estabilidad de precios. Así, las acciones de política monetaria adoptadas por el Instituto Central han conducido a niveles relativamente elevados de los diferenciales de tasas de interés entre México y Estados Unidos ajustados por la volatilidad de la moneda nacional. En este contexto, durante 2022 los mercados financieros nacionales mostraron, en general, un funcionamiento ordenado, si bien con algunos episodios de volatilidad. En cuanto al mercado cambiario, a lo largo del año el peso mexicano presentó un comportamiento más resiliente y ordenado con respecto al exhibido por las monedas de la mayoría de economías emergentes. Así, en el año registró una apreciación de 5.28% con respecto al dólar estadounidense. Por su parte, durante ese periodo las tasas de interés presentaron incrementos a lo largo de toda la curva de rendimientos. Las de corto plazo aumentaron en respuesta a las acciones de política monetaria del Banco de México. A su vez, las de mediano y largo plazos se incrementaron en menor medida, como normalmente ocurre en ciclos de apretamiento monetario. Hacia finales del año, las tasas de mayor plazo registraron cierto ajuste a la baja, en línea con el comportamiento de las tasas de interés a nivel global.

Para 2023 se anticipa que la economía mexicana siga enfrentando desafíos importantes y una elevada incertidumbre económica a nivel global. Ante un complejo panorama externo, las previsiones de crecimiento económico mundial para 2023 se han ajustado a la baja respecto de lo que se pronosticaba a mediados del año pasado, incluyendo las correspondientes a Estados Unidos. Se espera que lo anterior repercuta en una menor demanda externa que enfrenta México que a su vez influiría sobre la evolución de su actividad económica en general. En este contexto, se anticipa que en 2023 la economía mexicana se expanda a un menor ritmo que en 2022. Por su parte, se prevé que la estimación puntual de la brecha del producto en la economía,

que al cierre del año previo se encontraba en terreno ligeramente negativo, continúe reduciéndose en los próximos trimestres.

En relación con la evolución de la inflación, se espera que a lo largo de 2023 la inflación general anual presente disminuciones más notorias que las registradas en la segunda mitad de 2022, de tal forma que su convergencia a la meta ocurra en el tercer trimestre de 2024. Por su parte, se anticipa que la inflación subyacente comience a descender a partir del primer trimestre de 2023 hasta situarse en un nivel de 3% en el tercer trimestre de 2024. Estas previsiones reflejan las acciones de política monetaria que el Banco de México ha venido instrumentando, así como la expectativa de que los efectos de los choques de la pandemia y del conflicto bélico sobre la inflación se vayan desvaneciendo gradualmente. Sin embargo, no puede descartarse la posibilidad de que los efectos de dichos choques continúen por un periodo mayor al esperado, que se agudicen o inclusive que se presenten choques adicionales que presionen a la inflación al alza. Asimismo, persiste la posibilidad de que, ante los elevados niveles que aún presenta la inflación, los efectos de los choques pudieran amplificarse o tardar en disiparse más tiempo del previsto.

Entre los riesgos al alza para la inflación destaca la persistencia del componente subyacente en niveles elevados. Asimismo, la evolución de la inflación podría verse afectada por presiones externas asociadas con la evolución de la pandemia, así como por nuevas presiones sobre los precios de algunos alimentos y energéticos. Aunado a lo anterior, no puede descartarse que ocurran episodios de depreciación cambiaria ni que se presenten mayores presiones de costos. En cuanto a los riesgos a la baja, figura la posibilidad de menores presiones ante una desaceleración económica global mayor que la anticipada. Además, una evolución más favorable de la pandemia o una mitigación del conflicto bélico en Ucrania podrían reducir las presiones sobre los precios. Asimismo, podría observarse un menor traspaso de las presiones de costos y las medidas del Gobierno Federal para mitigar los incrementos de precios podrían tener un efecto mayor al previsto.

Para guiar sus acciones de política monetaria durante 2023, la Junta de Gobierno dará seguimiento cercano a la evolución de la inflación con respecto a lo previsto, considerando la postura monetaria alcanzada y el horizonte en el que esta opera. En este proceso, utilizará la información disponible sobre todos los determinantes de la inflación, entre ellos sus expectativas de mediano y largo plazos, las presiones de costos, las condiciones de holgura en la economía, la evolución de los mercados financieros y la política monetaria internacional. En la decisión de diciembre del año pasado la Junta de Gobierno comunicó que considera que todavía será necesario incrementar la tasa de referencia en la reunión de febrero. Agregó que, hacia delante, valorará la necesidad de ajustes adicionales en la tasa de referencia y la magnitud de los mismos de acuerdo con las circunstancias prevalecientes. De este modo, vigilará la evolución de los distintos choques que han incidido sobre la inflación, considerando que el panorama para 2023 todavía presenta importantes retos y un balance de riesgos para la trayectoria de la inflación en el horizonte de pronóstico sesgado al alza.

En suma, la Junta de Gobierno refrenda su compromiso con el cumplimiento de su mandato prioritario y tomará sus decisiones de acuerdo con su régimen de objetivos de inflación con base en pronósticos. Implementará las acciones que se requieran con base en las circunstancias

prevalcientes, de tal manera que la tasa de referencia sea congruente con la trayectoria requerida para propiciar la convergencia ordenada y sostenida de la inflación general a la meta de 3% en el plazo en el que opera la política monetaria, así como un ajuste adecuado de la economía y de los mercados financieros. Estas acciones estarán enfocadas en la adopción de una postura monetaria prudente que a lo largo de todo el año contribuya a una clara tendencia descendente de la inflación. Lo anterior considerando que el entorno es todavía sumamente complejo, como lo ilustra los primeros datos de inflación del año en curso que resultaron mayores a lo anticipado.

Durante 2023, la economía mexicana continuará enfrentando un entorno incierto e importantes desafíos estructurales. Una inflación baja y estable es condición necesaria para el crecimiento y desarrollo económico del país, pero no suficiente. Es esencial lograr una mayor flexibilidad en la asignación de recursos que permita un funcionamiento microeconómico eficiente. De igual forma, se debe continuar con los esfuerzos para generar un entorno favorable para la inversión y la realización de actividades productivas, lo que implica fortalecer el estado de derecho, abatir la corrupción y combatir la inseguridad. Todo ello redundará en un mayor dinamismo económico, mejores oportunidades de desarrollo y, en última instancia, en un mayor bienestar para la población mexicana.



BANCO DE MÉXICO®

Enero de 2023

www.banxico.org.mx