BANCO DE MÉXICO®

Programa Monetario 2022

Publicada-Uso 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

GERARDO ESQUIVEL HERNÁNDEZ

JONATHAN ERNEST HEATH CONSTABLE

Programa Monetario para 2022

1. Fundamentos legales y económicos

En el presente documento se exponen los criterios a seguir para la conducción de la política monetaria durante el año 2022. Con ello se cumple con la normatividad establecida en la Ley del Banco de México, que en su Artículo 51 indica que este Instituto Central debe enviar al Ejecutivo Federal y al H. Congreso de la Unión, en el mes de enero de cada año, una exposición de las principales consideraciones sobre la política monetaria que son relevantes para su conducción durante el año correspondiente.

El Artículo 28 de la Constitución Política de los Estados Unidos Mexicanos establece que "*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*". De igual forma la Ley del Banco de México, en su Artículo 2, señala que este organismo es el responsable de proveer a la economía del país de moneda nacional y que, para lograr este cometido, tendrá como objetivo prioritario procurar la estabilidad del poder adquisitivo de la moneda nacional. Dicho marco legal describe dos finalidades adicionales de este Instituto Central: promover el sano desarrollo del sistema financiero y propiciar el buen funcionamiento de los sistemas de pagos. Las tres finalidades establecidas son complementarias entre sí, de forma que el logro de cada una de ellas facilita la consecución de las demás. También, es importante señalar que estos tres objetivos constituyen bienes públicos que, de proveerse con efectividad, contribuyen al desarrollo económico y al bienestar de la población.

Para cumplir con estas finalidades, este Instituto Central 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. Es necesario que la población tenga la certeza de que en todo momento el Banco Central 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 resultan fundamentales 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] A su vez, la autonomía conlleva la responsabilidad de un amplio

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

ejercicio de transparencia y rendición de cuentas con respecto a las funciones que por Ley debe cumplir el Instituto Central. En especial, la autonomía resulta fundamental para los bancos centrales contemporáneos, pues permite mejorar la comunicación con el público y mantener la confianza de la ciudadanía en el cumplimiento de sus objetivos.

En 2001, el Banco de México adoptó formalmente un régimen de objetivos de inflación como marco para conducir la política monetaria. Al respecto, la Junta de Gobierno de este Instituto Central estableció que, a partir del año 2003, la meta permanente de inflación sería una variación anual del Índice Nacional de Precios al Consumidor (INPC) de 3%. Además, considerando que la evolución de la inflación en el corto plazo está sujeta a una amplia gama de factores que están fuera del control de la autoridad monetaria, el Banco de México definió un intervalo de variabilidad de más/menos un punto porcentual alrededor de la meta referida.[2]

El mandato constitucional del Banco de México de procurar la estabilidad del poder adquisitivo de la moneda se fundamenta 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 y de los salarios reales, con efectos particularmente adversos para los hogares con menores ingresos, lo cual además tiende a aumentar la desigualdad en la distribución del ingreso. En particular, la inflación reduce el poder adquisitivo del dinero, por lo que equivale a un gravamen sobre los saldos monetarios. Dado que la población de menores ingresos generalmente mantiene una mayor proporción de sus ingresos y riqueza en efectivo, son estos hogares los que se verían relativamente más afectados por la inflación, lo que adicionalmente ampliaría la desigualdad económica.

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 se ven alterados constantemente y no proveen señales claras para que los agentes tomen decisiones adecuadas. Lo anterior distorsiona las decisiones de consumo, ahorro e inversión, y propicia una

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

asignación ineficiente de recursos, con afectaciones sobre la productividad y el crecimiento potencial de la economía. Además, la mayor dificultad para comparar precios entre distintos oferentes de cada producto en un entorno de alta inflación reduce la competencia en la economía. Por otro lado, 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 afecta el desempeño de la economía.

4. La inflación alta y volátil puede propiciar un proceso de desintermediación financiera, incrementar el costo real del crédito en la economía y afectar la estabilidad del sistema financiero. En un entorno de inflación alta y volátil, un acreedor enfrenta un mayor riesgo de que el retorno real sobre su inversión sea considerablemente menor de lo esperado. Para enfrentar este riesgo, el acreedor requiere aumentar el costo del financiamiento, afectando el crédito al sector privado. Por su parte, 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. 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. Ello conlleva una menor intermediación financiera e incluso podría tener repercusiones sobre la estabilidad del sistema financiero.

Dados los costos de la inflación descritos, 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, así como a la creación de empleos, al crecimiento de los salarios reales y, en consecuencia, a un mayor bienestar de la población.

En este contexto, la mejor contribución que puede tener un banco central para promover el crecimiento y desarrollo económicos y contribuir al bienestar de la población consiste, precisamente, en mantener una inflación baja y estable. En la medida 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 más cerca de su nivel potencial.

Por otra parte, es importante señalar que la evidencia internacional indica que la política monetaria incide sobre la inflación, mientras que es ineficaz por sí misma para estimular o influir permanentemente en las variables reales como el crecimiento y el empleo.[3] De no ser así, no existirían economías con un bajo nivel de desarrollo, ya que

[3] Ver el Recuadro 5 "Política Monetaria y Actividad Económica" del Informe Trimestral Julio-Septiembre 2018.

estas habrían podido resolver dicho problema mediante expansiones monetarias. En el caso de México, al igual que el de otros países de América Latina, la experiencia de los años setenta y ochenta del siglo pasado demostró que las políticas monetarias expansivas 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 un entorno de finanzas públicas sanas y sostenibles, así como de un arreglo institucional 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.

2. Principios generales para la conducción e implementación de la política monetaria

La conducción de la política monetaria del Banco de México se lleva a cabo de acuerdo a un régimen de objetivos de inflación con base en pronósticos. 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 directa y amplia con el público y la presencia de mecanismos de rendición de cuentas.

De esta forma la conducción de la política monetaria se enfoca en alcanzar y mantener una inflación baja y estable, permitiendo que se eviten desviaciones de la inflación respecto de su meta que pongan en riesgo el proceso de formación de precios. La confianza de la población en cuanto a que la inflación se mantendrá alrededor de dicha meta, lleva a que la toma de decisiones sobre precios, ahorro, inversión y consumo, considere la meta de inflación del Banco Central como la mejor referencia para la inflación esperada. Esta coincidencia entre la meta del Banco Central y la expectativa de los agentes genera un mejor funcionamiento de la economía.

Cuando el compromiso de un banco central con su objetivo de estabilidad de precios es creíble y los agentes económicos están convencidos de que se ajustará oportunamente su postura monetaria ante la ocurrencia de choques que pudieran desviar a la inflación de su meta de manera sostenida, sus expectativas de inflación suelen estar mejor ancladas, observándose una mayor congruencia entre dichas expectativas y la meta de inflación del Instituto Central. A su vez cuando el enfoque de la política monetaria es mantener un ambiente de inflación baja y estable, y el Banco Central comunica de manera clara la evolución de los determinantes de la inflación y sus implicaciones para la política monetaria, así como sus decisiones y planes, se contribuye a fortalecer la credibilidad y confianza en su compromiso de mantener la estabilidad de precios.

El Banco de México implementa sus decisiones de política monetaria fijando el nivel objetivo de la Tasa de Interés Interbancaria a un día. Dicha tasa a su vez influye sobre la curva de rendimientos y, con ello, incide en la demanda y oferta agregadas y tiene

un efecto 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. Los principales canales de transmisión de la política monetaria son: 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.[4] Los distintos canales tienen diversos impactos sobre la economía y la inflación. La mayoría de ellos tiene efectos sobre la demanda agregada, si bien algunos, como es el caso del canal del tipo de cambio y el de las expectativas de inflación, también influyen en la oferta agregada al afectar la determinación de precios por parte de los agentes económicos.

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 un análisis de las condiciones económicas prevalecientes y de las características de las presiones inflacionarias que se enfrentan, especialmente cuando percibe que la inflación anual se desvía de manera sostenida del objetivo de 3%. 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 mencionados.

Cuando las presiones inflacionarias provienen del lado de la oferta, el reto para la política monetaria es procurar que dichas perturbaciones no afecten la formación de precios y el anclaje de las expectativas de inflación, principalmente las de mayor plazo, y lograr un ajuste ordenado de precios relativos.[5] Si ante el aumento de la inflación por la ocurrencia de choques de oferta, los hogares y empresas comienzan a ajustar al alza sus expectativas, entonces el efecto sobre la inflación observada sería más duradero. Por el contrario, si los agentes no incrementan su formación de precios y las expectativas de inflación permanecen ancladas, entonces los choques tendrían un efecto transitorio sobre la inflación. Bajo estas condiciones, y dado que la política monetaria opera con cierto rezago sobre la economía, resulta poco efectivo que la autoridad monetaria intente contrarrestar dicho efecto.

No obstante, en la medida en que las perturbaciones de oferta sean de una magnitud considerable, tengan una duración mayor y su efecto sobre las variaciones de precios sea más persistente y generalizado, existe el riesgo de que los agentes económicos ajusten al alza sus expectativas de inflación. Lo anterior afectaría de manera adversa al proceso de formación de precios y tendería a propiciar niveles de inflación todavía más elevados y persistentes, ya que los agentes determinarían sus precios considerando la mayor inflación que prevén. En este escenario, la política monetaria puede responder ante la posibilidad de un desanclaje de las expectativas de inflación, principalmente de mediano y largo plazos, y un deterioro del proceso de formación de precios en la economía. Al respecto, es importante señalar que la respuesta de la

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

[5] Ver el Recuadro 7 "Choques Inflacionarios, Anclaje de Expectativas y Política Monetaria" del Informe Trimestral Abril-Junio 2021.

política monetaria ante este tipo de choques también depende del grado de credibilidad que tenga el banco central, por lo que una política de comunicación efectiva y un seguimiento puntual del marco monetario pueden ayudar a mantener el anclaje de las expectativas, como ha venido sucediendo en las dos últimas décadas en donde las expectativas de inflación de mediano y largo plazos generalmente se han mantenido en sus niveles históricos. Si bien se han logrado importantes avances en términos del control de la inflación en México, persisten todavía retos por superar para que la inflación se mantenga sistemáticamente en su meta de 3%.

Para la toma de decisión de política monetaria, los pronósticos de inflación del Banco Central juegan un papel importante. En el caso del Banco de México, desde 2018, en los Informes Trimestrales se publican 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 en cada decisión de política monetaria, se acordó que en cada decisión se publique la actualización correspondiente.[6] Posteriormente, en diciembre de ese año se anunció que lo anterior sería complementado con la publicación de las variaciones trimestrales desestacionalizadas anualizadas de los índices de precios general y subyacente para el horizonte de pronóstico.[7] Esta medida tiene como objetivo proveer al público de información complementaria sobre la dinámica prevista de la inflación, pues dichas variaciones registran únicamente los cambios de precios que se prevé que sucedan durante cierto trimestre, a diferencia de las anuales, que se ven influidas por los efectos aritméticos de los choques que ya ocurrieron.

La publicación de los pronósticos de inflación del Banco Central permite evaluar la trayectoria observada de la inflación con respecto a dichas previsiones. 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 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 que opera la política monetaria.[8] Así, cuando la trayectoria pronosticada para la inflación se desvía de la meta de inflación, las autoridades monetarias evalúan la naturaleza, magnitud y persistencia previstas de los choques inflacionarios y, en caso de ser necesario, ajustan la postura de política monetaria.

Los pronósticos de inflación de la autoridad monetaria se utilizan con el objetivo de orientar la política monetaria, de forma que la trayectoria de la inflación general sea congruente con su meta. Estos pronósticos pueden interpretarse como un "objetivo intermedio"; es decir, que no son un fin en sí mismo, pero su logro contribuye a la consecución del objetivo primordial. En particular, los pronósticos de inflación del Banco Central tienen utilidad como objetivo intermedio dado que están altamente

[6] Ver el Comunicado de Prensa del 5 de agosto de 2021.

[7] Ver el Comunicado de Prensa del 16 de diciembre de 2021.

[8] Ver el Recuadro 5 "Régimen de Objetivos de Inflación con Base en Pronósticos" del Informe Trimestral Abril-Junio 2018.

correlacionados con la inflación futura; se tiene un mayor control sobre ellos que sobre la inflación que habrá de observarse ya que la inflación está sujeta a posibles choques adicionales; y su publicación los hace ampliamente visibles al público, facilitando así la evaluación de la conducción de la política monetaria.

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 ser descrita conceptualmente del siguiente modo: i) Se elabora un nuevo pronóstico de inflación tomando en cuenta 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 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 las modificaciones en los mismos. Al mismo tiempo, se señala la fecha en que se estima que la inflación se ubicaría en su 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, así como en escenarios sumamente atípicos, como los asociados a las afectaciones económicas de problemas sanitarios como la epidemia de COVID-19.

Es importante señalar que la información y los pronósticos que los bancos centrales proveen al público son instrumentos clave para la efectividad en la conducción de la política monetaria. Asimismo, constituyen un mecanismo eficaz de rendición de cuentas, responsabilidad asociada con la autonomía del banco central. 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.

En este contexto, la Junta de Gobierno del Banco de México, en adición a la publicación de pronósticos de inflación previamente descrita, ha implementado diversas modificaciones a su estrategia de comunicación con la finalidad de seguir avanzando en la adopción de mejores prácticas. Al respecto, en años recientes se han adoptado medidas adicionales de transparencia y de mejoras en la estrategia de comunicación.[9] En particular, 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.[10] 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. Finalmente, durante 2021 se acordó que en cada decisión de política monetaria se identificará el sentido de la votación de cada uno de los integrantes de la Junta de Gobierno que hayan participado en la reunión.[11]

3. Conducción de la política monetaria en 2021 y consideraciones para 2022

Durante 2021, el Banco de México condujo la política monetaria en un entorno de alta inflación, derivada de los choques ocasionados por la pandemia de COVID-19. En este entorno atípico, a lo largo del año el panorama para la inflación se fue tornando cada vez más complejo, lo que propició que la evolución de esta y, en general, de la economía fuesen difíciles de prever.

Respecto del entorno internacional, en 2021 la economía global pasó de un cierre parcial de actividades productivas, en el que diversas empresas redujeron su operación para enfrentar la emergencia sanitaria, a un escenario de expansión vigorosa del gasto gubernamental, principalmente en economías avanzadas, acompañada de disrupciones en los procesos de producción de bienes y servicios. A lo largo del año la actividad económica global continuó recuperándose de las afectaciones iniciales causadas por la pandemia de COVID-19, aunque a un ritmo diferenciado entre sectores y países. Ello debido a la evolución heterogénea de la pandemia y del proceso de vacunación, así como a las medidas de estímulo al gasto implementadas. Así, la producción industrial y el comercio internacional siguieron expandiéndose, alcanzando, en general, niveles superiores a los observados antes de la pandemia, mientras que el sector de servicios registró una recuperación más lenta. La economía estadounidense mostró una reactivación vigorosa, reflejando principalmente los cuantiosos estímulos fiscales adoptados, así como el avance en el proceso de vacunación. Cabe subrayar que, considerando el tamaño y participación de Estados Unidos en la economía global, las medidas fiscales, como las transferencias a hogares en dicho país, coadyuvaron a un incremento importante de la demanda global de mercancías. En general, durante 2021 las medidas de estímulo al gasto y la reapertura

[9] Ver el Recuadro 6 "Avances en la Estrategia de Comunicación del Banco de México" del Informe Trimestral Abril-Junio 2021.

[10] Ver el Comunicado de Prensa del 10 de febrero de 2020.

[11] Ver el Comunicado de Prensa del 5 de agosto de 2021.

de actividades alrededor del mundo contribuyeron a una expansión de la demanda agregada a nivel global, al mismo tiempo que se observó una reasignación del gasto de los hogares de los servicios hacia las mercancías.

Por su parte, la interrupción de actividades productivas, así como su reapertura heterogénea entre sectores, propició importantes cuellos de botella y escasez de diversos insumos, afectando los costos de producción. Además, se presentaron mayores costos de transporte y distribución, así como incrementos en los precios de las materias primas. Estos factores contribuyeron a que la oferta de bienes y servicios enfrentara dificultades para satisfacer adecuadamente el mayor ritmo de expansión que presentó la demanda. Así, ante estos desbalances entre oferta y demanda se registraron importantes presiones inflacionarias a nivel global que se fueron acentuando a lo largo del año. En el caso de las economías emergentes, dichas presiones influyeron en el comportamiento de sus precios, principalmente de aquellas que están más integradas a las economías avanzadas que presentaron una recuperación más acelerada y una inflación más alta. De este modo, la inflación en la mayoría de las principales economías avanzadas y emergentes llegó a ubicarse por encima de los objetivos de sus respectivos bancos centrales, en algunos casos alcanzando niveles máximos en décadas.

Ante el deterioro en el panorama para la inflación y las señales de recuperación económica, diversos bancos centrales comenzaron a reducir el estímulo monetario o modificaron sustancialmente sus discursos, señalando posibles cambios en su postura monetaria en el futuro inmediato. Sobre este punto, es importante destacar que históricamente las economías avanzadas, en general, han mantenido niveles de inflación y de sus expectativas por debajo de sus metas por periodos prolongados.[12] Ello ha permitido a estas autoridades monetarias ser pacientes en el retiro de sus posturas acomodaticias, si bien en diversos casos ya tomaron medidas al respecto. Así, en sus decisiones más recientes de política monetaria, la Reserva Federal consideró que la inflación se mantendría elevada por un periodo más largo que el previsto, al tiempo que destacó avances importantes en cuanto a alcanzar su meta de máximo empleo. En ese contexto, en noviembre de 2021 anunció la reducción en su programa de compra de activos y en diciembre acordó acelerar el ritmo de reducción de dicho programa, de tal forma que este finalizaría en marzo. Adicionalmente, en enero de 2022 consideró que pronto será necesario incrementar el rango objetivo de la tasa de fondos federales. Por su parte, se espera que los bancos centrales de otras economías avanzadas también inicien un ciclo de alzas en sus tasas de referencia, si bien en algunas de estas los aumentos en la inflación han sido menores y por tanto se anticipa

[12] Durante 2021 distintos bancos centrales de economías avanzadas renovaron o anunciaron modificaciones a sus marcos de política monetaria. La Reserva Federal reafirmó su Declaración sobre los Objetivos de más Largo Plazo y Estrategia de Política Monetaria, que había adoptado en agosto de 2020. Por su parte, el Banco de Canadá renovó su esquema de objetivos de inflación de 2% con un rango de variabilidad de entre 1 y 3%. Anunció que continuará utilizando la flexibilidad del rango de variabilidad para de manera activa buscar el nivel máximo sostenible de empleo cuando las condiciones lo requieran. Por otro lado, el Banco Central Europeo publicó en julio su nueva estrategia de política monetaria para alcanzar su objetivo primario de estabilidad de precios. Esta estrategia introduce un objetivo simétrico de inflación de 2% en el mediano plazo. Señaló que este enfoque permite a este Instituto evaluar todos los elementos relevantes en sus decisiones, en particular un crecimiento económico sostenible y un mercado laboral caracterizado por el pleno empleo.

todavía que mantengan sus posturas acomodaticias durante un periodo adicional. Respecto de las economías emergentes, estas históricamente han presentado niveles de inflación y de sus expectativas mayores que las avanzadas. Por ello, en general, ante presiones inflacionarias como las observadas durante el último año, sus bancos centrales disponen de un menor espacio de maniobra para mantener posturas acomodaticias. En este sentido, durante 2021 comenzaron a incrementar sus tasas de referencia. Se espera que la mayoría continúe reduciendo el estímulo monetario, con la importante excepción de China, para la cual se anticipa una mayor expansión monetaria durante el 2022.

El retiro del estímulo monetario en economías avanzadas, en caso de suceder de forma desordenada, podría resultar en episodios de volatilidad y condiciones financieras más astringentes para las economías emergentes, con presiones sobre sus tipos de cambio y aumentos en las tasas de interés a lo largo de la curva de rendimientos. En este sentido, la economía mundial y los mercados financieros internacionales seguirán sujetos a los riesgos asociados con los ajustes en las condiciones monetarias, además de los relacionados con la evolución de la pandemia y las presiones inflacionarias.

En el ámbito interno, después de los choques observados en el segundo trimestre de 2020 como consecuencia de la pandemia de COVID-19, la economía mexicana ha mostrado una recuperación, si bien con altibajos y sin haber recuperado los niveles de actividad anteriores a la pandemia. En particular, entre el tercer trimestre de 2020 y el segundo de 2021, la economía mexicana mantuvo un ritmo de recuperación moderado, aunque de manera heterogénea entre sectores, en un contexto de reapertura gradual de diversas actividades y a pesar del recrudecimiento de la pandemia entre finales de 2020 y principios de 2021. No obstante, a partir del tercer trimestre de 2021 la economía mexicana frenó su recuperación. Ello se debió a una desaceleración de diversos sectores asociada, en parte, a las continuas disrupciones en las cadenas globales de suministro y a un nuevo repunte en el número de contagios por COVID-19, si bien con menores afectaciones dados los avances en la vacunación, así como a una significativa reducción del gasto en los servicios de apoyo a los negocios como reflejo de la transición a la nueva regulación en materia de subcontratación. Según la información disponible, la debilidad de la actividad económica continuó en el cuarto trimestre. Respecto del mercado laboral, diversos indicadores mostraron cierta mejoría durante el año, aunque persistieron afectaciones y heterogeneidad entre los sectores de actividad y los distintos grupos de la población.

Por su parte, durante la mayor parte de 2021 los mercados financieros nacionales mostraron un comportamiento relativamente favorable y, en consecuencia, un mejor desempeño con respecto al observado el año anterior. No obstante, se presentaron diversos episodios de volatilidad, si bien más acotados que el registrado entre marzo y abril de 2020. Así, entre mediados de febrero y mediados de marzo de 2021 los mercados financieros nacionales, al igual que los internacionales, registraron volatilidad, reflejando los incrementos en las tasas de interés de largo plazo en Estados Unidos ante los cuantiosos estímulos fiscales en ese país y la perspectiva de que pudieran generar presiones inflacionarias significativas. Esto influyó en los activos

financieros nacionales a través de aumentos en la volatilidad del peso mexicano y en las tasas de interés de mayor plazo. En este contexto, a finales de febrero el Banco de México anunció la modificación de la vigencia de las medidas que se implementaron en abril de 2020 y que estaban orientadas a promover un comportamiento ordenado de los mercados financieros.[13] Así, en los meses siguientes, los mercados financieros nacionales presentaron, en general, una evolución favorable. Posteriormente, en septiembre y en la segunda mitad de noviembre el peso mexicano registró episodios de volatilidad y depreciación mientras que las tasas de interés se vieron presionadas al alza, ello en un entorno de incertidumbre global tanto por la evolución de la pandemia y la aparición de nuevas variantes del virus, como por el aumento en las presiones inflacionarias a nivel global y la perspectiva de un retiro más acelerado del estímulo monetario en las principales economías avanzadas. Finalmente, hacia finales del año se observó una apreciación del tipo de cambio, mientras que las tasas de interés siguieron mostrando incrementos.

El entorno para la inflación en nuestro país se tornó más complejo e incierto durante 2021. Mientras que en 2020 los choques derivados de la pandemia presionaron a la inflación en direcciones opuestas y en cierta medida se contrarrestaron entre sí, durante 2021, ante los desbalances entre la oferta y la demanda a nivel global previamente descritos, las presiones al alza se intensificaron, en tanto que aquellas a la baja tendieron a revertirse. Así, se observaron presiones de costos, ante la escasez y el encarecimiento de los insumos, y las disrupciones en las cadenas de producción y de logística, en un contexto de reasignación del gasto de los hogares hacia las mercancías, de importantes estímulos al gasto en las economías avanzadas y de recuperación de la demanda a nivel global. Asimismo, se presentaron presiones inflacionarias ante la gradual reapertura de los servicios, los cuales también enfrentaron aumentos en sus costos de operación, al tiempo que se observó una mayor disposición tanto de hogares como de empresas para demandar servicios de manera presencial. Estos choques han sido de una magnitud considerable y han durado más de lo inicialmente previsto, afectando la estructura de costos de los procesos productivos y propiciando presiones al alza en los precios de una amplia gama de bienes y servicios, en un entorno en el que se redujeron las condiciones de holgura en la economía nacional. Así, a lo largo del año las presiones fueron cada vez más generalizadas entre los bienes y servicios que componen el INPC y la inflación mostró una clara tendencia al alza.

En particular, la inflación general anual pasó de 3.15% en diciembre de 2020 a 7.36% en diciembre de 2021, influida por presiones al alza tanto en la inflación subyacente como en la no subyacente. El nivel de la inflación general en diciembre de 2021 fue el más alto para un cierre de año desde el 2000. La inflación subyacente anual presentó incrementos en todos y cada uno de los meses del año, y pasó de 3.80% en diciembre de 2020 a 5.94% en diciembre de 2021. Ello, reflejo de los choques descritos que llevaron a que la inflación de las mercancías pasara de 5.52% al cierre de 2020 a 7.40%

[13] Las medidas fueron anunciadas en las decisiones de marzo y abril de 2020, y la lista completa de estas puede consultarse en los Comunicados de Prensa publicados el 20 de marzo y el 21 de abril de 2020. Para más detalle sobre la modificación de la vigencia de las medidas, ver el Comunicado de Prensa del 25 de febrero de 2021.

al cierre de 2021, en tanto que la de servicios se incrementó de 1.95% a 4.3% en la misma comparación. Por su parte, la inflación no subyacente se incrementó de 1.18% en diciembre de 2020 a 11.74% al cierre de 2021, presionada tanto por la inflación de los productos agropecuarios, como por la de energéticos. Los mayores niveles de precios de estos últimos han reflejado los incrementos en las referencias internacionales, si bien no proporcionalmente ante las políticas de estímulos en el mercado de gasolinas y de precios máximos en el de gas L.P. Por su parte, las presiones en las referencias internacionales se asocian con la recuperación de la demanda global por combustibles, en un entorno de niveles bajos de inventarios y de una producción menor a la anticipada, ante la baja inversión en ese sector por la transición a energías renovables y de incertidumbre frente a la crisis sanitaria.

En este contexto, ante la evolución de la inflación que durante el año se iba ubicando por arriba de lo anticipado, los pronósticos de inflación del Instituto Central se ajustaron en repetidas ocasiones al alza. En cuanto a las expectativas de inflación provenientes de encuestas, las de corto plazo se fueron incrementando a lo largo de 2021, mientras que las de mediano plazo mostraron cierto incremento en la segunda mitad del año. Por su parte, las de largo plazo permanecieron estables en sus niveles históricos, si bien por encima de la meta del 3% anual.

Respecto de las decisiones de política monetaria realizadas durante 2021, en febrero el Banco de México redujo en 25 puntos base el objetivo para la Tasa de Interés Interbancaria a un día, alcanzando un nivel de 4%. Esta reducción se realizó en un contexto en el que la actividad global y en México continuaba recuperándose, la inflación general se situaba dentro del intervalo de variabilidad, el peso y las tasas de interés operaban en rangos acotados y se anticipaban amplias condiciones de holgura. Posteriormente, la Junta de Gobierno decidió mantener el objetivo de la tasa de interés en 4% en las reuniones de marzo y mayo.

En las decisiones subsecuentes de junio, agosto, septiembre y noviembre, la Junta de Gobierno incrementó la tasa de referencia en 25 puntos base. Estas alzas se realizaron ante la diversidad, magnitud y el extendido horizonte en el que los choques inflacionarios habían venido afectando a la inflación y el riesgo que podrían implicar para el proceso de formación de precios. La Junta de Gobierno reforzó la postura monetaria a fin de evitar afectaciones en las expectativas de inflación, lograr un ajuste ordenado de los precios relativos y propiciar la convergencia de la inflación a su objetivo. Finalmente, en diciembre la Junta de Gobierno decidió en esa ocasión incrementar en 50 puntos base el objetivo para la Tasa de Interés Interbancaria a un día para situarlo en un nivel de 5.5%. Esto ante la magnitud y diversidad de los choques que han afectado a la inflación y sus determinantes, el riesgo de que se contamine el proceso de formación de precios y los retos por el apretamiento de las condiciones monetarias y financieras globales. La Junta de Gobierno indicó que hacia delante vigilará estrechamente el comportamiento de las presiones inflacionarias, así como el de todos los factores que inciden en la trayectoria prevista para la inflación y en sus expectativas.

Así, en un contexto de afectaciones económicas y financieras considerables, el Banco de México adoptó una estrategia de política monetaria que fuera oportuna y prudente con base en la información disponible. Adicionalmente, ante un entorno aún complejo por las repercusiones de la pandemia, extendió el plazo de vigencia de diversas medidas aprobadas para promover el sano desarrollo del sistema financiero y el buen funcionamiento del sistema de pagos, así como para fortalecer el canal de otorgamiento de crédito en la economía.

Para 2022 se anticipa que la economía mexicana siga afrontando un entorno incierto. Se prevé que la actividad económica retome una senda de recuperación apoyada tanto por la demanda externa como por la interna. No obstante, se considera que se continuará enfrentando un entorno complejo ante la expectativa de que prevalezcan cuellos de botella en la producción, así como la incertidumbre a nivel global en torno a la evolución de la pandemia y la aparición de nuevas variantes del virus. Se espera que las condiciones de holgura en la economía continúen reduciéndose gradualmente en congruencia con el comportamiento previsto para la actividad económica, aunque manteniéndose, en general, en terreno negativo y con una marcada heterogeneidad entre sectores. En cuanto a la inflación, tomando en consideración la postura monetaria y la expectativa de que los choques que han afectado a la inflación general anual se vayan disipando, se anticipa que esta descienda a lo largo de 2022 y que converja a la meta de 3% hacia el segundo semestre de 2023. Por su parte, se espera que la inflación subyacente comience a mostrar una tendencia a la baja a partir del segundo trimestre de 2022. Estas previsiones consideran la perspectiva de que los choques referidos se desvanezcan, así como la ausencia de presiones adicionales que pudieran afectar a la inflación y a sus expectativas. Sin embargo, no puede descartarse el riesgo de que las presiones duren más tiempo o que ocurran nuevos choques.

La evolución de la inflación ha estado sujeta a choques considerables, lo cual impone retos a la conducción de la política monetaria. Para guiar sus acciones, la Junta de Gobierno dará seguimiento cercano a la evolución de la inflación con respecto a lo previsto, considerando la postura monetaria adoptada y el horizonte en el que esta opera. En este proceso, utilizará la información disponible de 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 y la evolución de los mercados financieros, incluido el cambiario, así como el balance de riesgos para la inflación. En particular, durante 2022 la política monetaria pondrá atención a la evolución de los distintos choques que han presionado a la inflación, evaluando en qué medida se observe una mitigación de estos conforme las condiciones económicas se normalicen. De igual manera se vigilará estrechamente la posible aparición de nuevos choques o la ampliación de los efectos de los choques ya observados en la formación de precios y en las expectativas inflacionarias.

En suma, la Junta de Gobierno tomará las acciones que se requieran con base en la información adicional, 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 del Banco de México 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 preservar la credibilidad del Banco de México con el cumplimiento de su mandato prioritario, garantizando con ello una política monetaria eficaz.

Finalmente, una inflación baja y estable es condición necesaria para el desarrollo económico, mas no suficiente. Hacia delante, la economía mexicana continuará enfrentando un entorno incierto, considerando que la pandemia sigue su curso, y con importantes desafíos estructurales. En el corto plazo, persiste el reto de alcanzar una recuperación generalizada y sostenida de la economía y del mercado laboral. En el mediano plazo, es esencial lograr una mayor flexibilidad en la asignación de recursos que permita un funcionamiento microeconómico eficiente. De forma general, se debe continuar con el esfuerzo de generar un entorno favorable para la inversión, 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 un mayor bienestar para toda la población en el largo plazo.

BANCO DE MÉXICO®

31 de enero de 2022

www.banxico.org.mx