



BANCO DE MÉXICO®

Minuta número 107

Reunión de la Junta de Gobierno del Banco de México, con motivo de la
decisión de política monetaria anunciada el 21 de marzo de 2024



1. LUGAR, FECHA Y ASISTENTES

1.1. Lugar: Reunión celebrada por enlaces virtuales.

1.2. Fecha de la sesión de la Junta de Gobierno: 20 de marzo de 2024.

1.3. Asistentes:

- Victoria Rodríguez Ceja, Gobernadora.
- Galia Borja Gómez, Subgobernadora.
- Irene Espinosa Cantellano, Subgobernadora.
- Jonathan Ernest Heath Constable, Subgobernador.
- Omar Mejía Castelazo, Subgobernador.
- Rogelio Eduardo Ramírez de la O, Secretario de Hacienda y Crédito Público.
- Gabriel Yorio González, Subsecretario de Hacienda y Crédito Público.
- María Elena Méndez Sánchez, Secretaria de la Junta de Gobierno.

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

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

Entorno Externo

La mayoría mencionó que se prevé que durante el primer trimestre de 2024 la actividad económica global se expanda a un ritmo ligeramente mayor al observado en el trimestre anterior. Agregó que persiste heterogeneidad en el desempeño económico entre países. Algunos precisaron que en el primer trimestre del año se observaría un mayor dinamismo en las economías emergentes, mientras que las avanzadas seguirían mostrando atonía. **Uno** indicó que diversos indicadores apuntan a una debilidad en el sector manufacturero de economías avanzadas. No obstante, **algunos** notaron que se espera que en Estados Unidos el consumo privado continúe resiliente. **Uno** destacó que en este país el consumo privado recientemente ha mostrado señales mixtas. Resaltó el crecimiento menor a lo esperado para las ventas minoristas. Argumentó que lo anterior podría reflejar consumidores más atentos a un mercado

laboral con signos de moderación, en un contexto en el que el acceso al crédito se ha vuelto más limitado. **Algunos** enfatizaron la desaceleración prevista para la zona del euro ante la moderación del consumo. **Uno** añadió el debilitamiento de la inversión y de la demanda externa en dicha región, en un ambiente de astringencia financiera. **Otro** agregó la desaceleración de la producción industrial. Asimismo, destacó que el Reino Unido después de haberse encontrado en recesión técnica durante la segunda mitad de 2023, mostró un modesto crecimiento por el dinamismo de los servicios.

Algunos señalaron que en las economías avanzadas se espera una disminución en el ritmo de expansión de la actividad en 2024 en su conjunto. **Uno** mencionó que las perspectivas de crecimiento para Estados Unidos en 2024 se estuvieron revisando al alza durante 2023. Con respecto a las economías emergentes, **otro** sostuvo que para este año se espera que exhiban un mayor dinamismo que en 2023 si se excluye a China de dicho grupo. **Uno** subrayó que se prevé que la economía china continúe desacelerándose a pesar de los estímulos monetarios y fiscales dada la menor confianza de los agentes económicos y las dificultades en su sector inmobiliario. **Otro** opinó que los riesgos para la actividad económica mundial se mantienen balanceados y que la perspectiva de una desaceleración pronunciada es cada vez menos probable. No obstante, alertó sobre diversos riesgos, como el posible escalamiento de los conflictos geopolíticos; la implementación de medidas proteccionistas en algunas economías de importancia sistémica en un entorno de procesos electorales; la prolongación de condiciones financieras astringentes; una mayor desaceleración de la economía china; y una afectación económica por eventos climáticos, que han mostrado ser más frecuentes y severos.

Algunos indicaron que los mercados de trabajo de las principales economías continúan apretados. **Uno** destacó el caso de Estados Unidos. **Otro** señaló que en ese país ciertos datos recientes de empleo se ubicaron por arriba de lo previsto. No obstante, **uno** resaltó que las brechas de desempleo se han cerrado ligeramente, mientras que las tasas de crecimiento de los salarios se han moderado y en algunos casos muestran una tendencia decreciente. Detalló que en Estados Unidos se observa una caída sostenida en el número de vacantes, mientras que la nómina no agrícola se ha estabilizado en niveles cercanos a su promedio histórico.

La mayoría señaló que la inflación general siguió disminuyendo en un amplio número de economías, si bien algunos comentaron que a un ritmo más lento. Uno destacó que la desinflación ha continuado debido a la mitigación de los choques derivados de la pandemia y del conflicto bélico en Ucrania, así como a las posturas monetarias restrictivas de los bancos centrales. No obstante, otro mencionó que en ciertos casos la inflación repuntó en su lectura más reciente ante mayores precios de los energéticos. Uno indicó que disminuyó después de dichos repuntes. La mayoría destacó que tanto en economías avanzadas como emergentes, la inflación subyacente ha exhibido reducciones más graduales que la general. Al respecto, resaltó la resistencia a disminuir de la inflación de servicios. Uno enfatizó el reciente aumento de la inflación de este subcomponente excluyendo vivienda, en Estados Unidos. Otro argumentó que la persistencia de la inflación de los servicios es un fenómeno generalizado, inclusive en economías que presentan cierta holgura, lo que podría explicarse en buena parte por la reversión en los patrones de consumo más que por presiones de demanda. Comentó que por otra parte se ha observado una caída sostenida de la inflación de alimentos y bienes.

La mayoría señaló que los precios de las materias primas han permanecido relativamente estables. Uno destacó la disminución en los precios del azúcar y el trigo, así como el incremento en algunos energéticos y el oro. Detalló que los mercados de futuros anticipan un repunte para los precios de ciertos productos agrícolas.

La mayoría señaló que se anticipa que la inflación global continúe descendiendo. Destacó que se estima que en la mayoría de las economías la inflación converja a su meta en 2025. Uno resaltó que en algunos casos, como en Estados Unidos, se espera que la convergencia se concrete a principios de 2026. Otro comentó que aún existen riesgos para el proceso desinflacionario global, como los relacionados con un posible agravamiento de las tensiones geopolíticas y con eventos climatológicos adversos.

Algunos comentaron que en su última reunión la mayoría de los bancos centrales de economías avanzadas volvieron a dejar sin cambio sus tasas de referencia. La mayoría mencionó que en sus últimas cinco reuniones de política monetaria la Reserva Federal ha mantenido constante el rango objetivo para la tasa de fondos federales. Por su parte, uno notó que por primera vez en casi

dos décadas el Banco Central de Japón aumentó su rango para la tasa objetivo después de un largo periodo de tasas negativas. Añadió que dicha institución eliminó el control sobre la curva de rendimiento, pero señaló que mantendrá las compras de instrumentos de deuda, así como una postura acomodaticia. Por otra parte, destacó que diversas autoridades monetarias de Latinoamérica y Europa emergente disminuyeron sus tasas de referencia, mientras que en Asia no se han registrado ajustes. Algunos destacaron que los funcionarios de los bancos centrales de economías avanzadas han expresado cautela sobre el inicio de un ciclo de recortes. Algunos subrayaron que el presidente de la Reserva Federal señaló que no será apropiado reducir la tasa de referencia hasta que no se tenga mayor confianza de que la inflación se dirige sostenidamente hacia su meta. Uno resaltó que dicha institución reiteró que los riesgos para alcanzar sus objetivos de empleo y estabilidad de precios se están moviendo hacia un mejor balance. Algunos notaron que para las economías avanzadas ha disminuido el número de recortes previsto por los mercados para este año. Uno puntualizó que el mercado espera que el ciclo de disminuciones se mantenga heterogéneo entre economías. Otro mencionó que la expectativa de mercado sobre el inicio del relajamiento monetario en las principales economías se ha aplazado. Uno argumentó que en el entorno de incertidumbre que enfrenta el proceso desinflacionario, las acciones de los bancos centrales deben procurar un ajuste ordenado de la economía y de los mercados financieros, por lo que movimientos abruptos de tasas o una estrategia excesivamente dependiente de los datos podrían contribuir a generar aún más volatilidad. Sostuvo que un enfoque de ajustes graduales pondría a los bancos centrales en una mejor posición para continuar enfrentando de manera más eficiente los retos que prevalecen.

La mayoría comentó que se espera que la Reserva Federal inicie los recortes al rango objetivo este año. Uno apuntó que las expectativas sugieren un primer recorte en junio. La mayoría especificó que la mediana de las proyecciones de los miembros del Comité de Operaciones de Mercado Abierto continúa anticipando una disminución de 75 puntos base a lo largo del año. Uno mencionó que dicha institución aumentó su estimación para la tasa de fondos federales en el largo plazo, en relación con lo publicado en diciembre de 2023. La mayoría comentó que el proceso de normalización de la postura monetaria en esta economía podría ser más lento de lo anticipado anteriormente.

Algunos resaltaron que los mercados financieros internacionales mostraron mayor apetito por riesgo, si bien **algunos** notaron que los movimientos en las principales variables fueron relativamente acotados. **Uno** atribuyó el mayor apetito por riesgo a la resiliencia de la actividad económica, a la menor probabilidad de que se materialice una desaceleración abrupta y a las expectativas sobre la eventual reducción de las tasas de referencia por parte de los principales bancos centrales. **La mayoría destacó que las tasas de interés gubernamentales presentaron incrementos. Uno** consideró que lo anterior fue reflejo de mejores cifras de actividad en Estados Unidos. **Algunos** agregaron que los índices accionarios registraron incrementos, impulsados en gran medida por el sector de tecnología, y que el dólar estadounidense presentó una ligera depreciación. **Uno** mencionó que los mercados emergentes continúan mostrando un desempeño diferenciado por tipo de activos. Detalló que en el mercado de renta variable se registraron ganancias, acompañadas de flujos de entrada en máximos históricos, mientras que en el de renta fija se continuaron reportando flujos de salida. **Otro** destacó que el ajuste al alza de las expectativas de mercado y de analistas sobre la trayectoria futura de la tasa de fondos federales de la Reserva Federal ocurrió sin que se presentara volatilidad. Señaló que, con dicho ajuste, se redujo en gran medida la discrepancia entre las proyecciones de la Fed y las expectativas de los mercados y los analistas, la cual era una fuente de preocupación para la estabilidad financiera. **Uno** comentó que hacia delante no se puede descartar un incremento temporal en la volatilidad de los mercados financieros ante los procesos electorales que se realizarán este año.

Actividad Económica en México

La mayoría mencionó que se prevé que en el primer trimestre de 2024 la actividad económica muestre mayor dinamismo en relación con la debilidad registrada el trimestre previo. Uno precisó que este mayor crecimiento se daría luego de una importante desaceleración en el cuarto trimestre de 2023, ante un debilitamiento de los tres sectores de actividad. Agregó que considerando esa desaceleración el PIB registró un crecimiento de 3.2% en 2023. **La mayoría señaló que en enero la actividad industrial presentó una ligera reactivación, apoyada principalmente por el sector de la construcción. Uno** puntualizó que este repunte se dio después de dos meses de lecturas negativas. Destacó la mejoría en el desempeño de las manufacturas en equipo de transporte. Notó que esto se dio después de fuertes contracciones en la

producción de vehículos ligeros al cierre del año pasado. **Otro** opinó que las manufacturas siguieron mostrando atonía. **Uno** destacó que el indicador oportuno de actividad económica anticipa que en febrero el IGAE haya registrado una variación anual de 2.4%.

Respecto de la demanda interna, todos mencionaron que el consumo mantuvo su tendencia positiva en el cuarto trimestre de 2023.

Algunos destacaron el crecimiento del consumo de bienes importados. **Uno** notó que, en contraste, el consumo de bienes y servicios nacionales siguió mostrando menor dinamismo. **Otro** resaltó que la elevada tasa de crecimiento del crédito al consumo, los ingresos por remesas, la política salarial y el incremento en las transferencias de los programas sociales seguirán estimulando el consumo. En cuanto a la inversión, **algunos** precisaron que esta continuó apoyando a la demanda agregada, aunque mostró cierto estancamiento en niveles elevados. **Algunos** indicaron que se ha desacelerado por la moderación en el componente de maquinaria y equipo. **Uno** notó que la construcción residencial se debilitó. No obstante, **otro** destacó que la inversión alcanzó una variación anual de 15.4% en diciembre de 2023. Sostuvo que las importaciones de bienes de capital mostraron un fuerte repunte en enero. **Sobre la demanda externa, la mayoría comentó que en el último trimestre del año y a principios de 2024 continuó mostrando debilidad. Uno** comentó que esto pudiera ser un efecto rezagado de la huelga automotriz en Estados Unidos, así como de la atonía del sector manufacturero en ese país. No obstante, **otro** indicó que tanto las exportaciones automotrices como las no automotrices se mantienen en niveles relativamente elevados.

Uno consideró que se espera que en el primer semestre de 2024 la inversión en obras de infraestructura siga aportando al crecimiento y que el consumo privado continúe expandiéndose. Agregó que para el segundo semestre del año se contempla que disminuya el dinamismo de la economía. **Otro** detalló que se anticipa que en 2024 la expansión de la demanda interna supere la disminución de la demanda externa derivada de la desaceleración esperada de la economía estadounidense. Añadió que para 2025 se prevé un repunte de la actividad económica estadounidense, particularmente de la producción industrial, y que ello se traduciría en un aumento importante de la demanda externa. Externó que la actividad económica en México durante 2025 podría presentar un mayor dinamismo, en caso de que la consolidación fiscal no ocurra como se tiene previsto. Argumentó que para lograr dicha

consolidación se requieren mayores ingresos públicos, menor gasto federal y menores transferencias a Pemex. Puntualizó que ante la posible ausencia de ingresos extraordinarios será necesario reducir significativamente el gasto para llevar el déficit al 2.6%. Para 2025, **uno** explicó que se contempla una moderación en el gasto interno ante el esfuerzo de consolidación fiscal programado para ese año. Subrayó que, en contraste, la inversión privada asociada con el proceso de relocalización proporcionaría cierto impulso a la actividad económica. Opinó que el balance de riesgos para la actividad económica se encuentra equilibrado. Sostuvo que si bien la economía estadounidense podría desacelerarse más de lo previsto, también podrían observarse efectos del fenómeno de la relocalización mayores a los esperados.

La mayoría mencionó que la brecha del producto se mantuvo en terreno positivo en el cuarto trimestre de 2023. Uno señaló que la economía presenta condiciones de estrechez. **Algunos** destacaron que su estimación puntual se redujo en el margen. **Uno** comentó que sigue sin ser estadísticamente distinta de cero. **Otro** indicó se cerraría en mayor medida en 2025. **Uno** argumentó que debe ponerse atención a la evolución de las condiciones cíclicas de la economía, ante las señales mixtas que se han observado en las cifras de actividad por sus implicaciones sobre la inflación.

La mayoría destacó que el mercado laboral continuó presentando fortaleza. Resaltó que las tasas de desocupación permanecen en niveles particularmente bajos. Uno señaló que estas lecturas son similares a las registradas a lo largo de 2023. No obstante, **otro** destacó que, si bien el mercado de trabajo se mantiene sólido, podría haber señales de moderación. Detalló que el crecimiento del empleo formal se ha desacelerado desde mediados de 2023. Añadió que en trimestres recientes han disminuido las tasas de creación y destrucción del empleo formal. Puntualizó que si bien la creación neta es positiva, esta se ha desacelerado. **La mayoría apuntó que los salarios siguen incrementándose a tasas elevadas.** No obstante, **uno** precisó que están creciendo a un menor ritmo que en años previos.

Inflación en México

La mayoría destacó el avance en el proceso desinflacionario en México. Algunos enfatizaron que las inflaciones general y subyacente se encuentran visiblemente por debajo de los máximos que alcanzaron en este episodio inflacionario. **Uno**

detalló que de marzo de 2023 a febrero de 2024 la brecha de inflación, que se refiere a la diferencia entre la inflación observada y la meta de 3%, descendió de 3.85 a 1.40 puntos porcentuales. Añadió que en este mismo periodo el componente subyacente, que refleja mejor la tendencia de la inflación, disminuyó en 345 puntos base. Resaltó que durante 2023 y lo que va de 2024, la inflación subyacente ha mostrado una clara trayectoria a la baja. **Algunos** puntualizaron que la desinflación ha sido resultado tanto de la moderación de los efectos de los choques, como del nivel de restricción monetaria alcanzado.

La mayoría indicó que después de haber aumentado a finales de 2023 y en enero de 2024, la inflación general anual disminuyó en febrero, ubicándose en 4.40%. Señaló que esta reducción reflejó cierta reversión del componente no subyacente que la había presionado y un descenso adicional del subyacente. Uno destacó que la cifra de inflación general anual de febrero es apenas la primera disminución, después de tres meses de aumentos. **Otro** sostuvo que las lecturas de febrero fueron inferiores a lo anticipado por el Instituto Central.

La mayoría mencionó que con la disminución de la inflación no subyacente en febrero, esta se ubicó en 3.67%. Uno comentó que con ello revirtió parcialmente la trayectoria ascendente iniciada en 2023. **Algunos** resaltaron que la inflación de las frutas y verduras, que había registrado presiones significativas durante diciembre y enero pasados, se redujo en febrero. **Uno** advirtió que, a pesar de ello, todavía se mantiene en doble dígito. **Otro** detalló que este subíndice se había visto afectado por un choque de oferta derivado de factores climáticos. Argumentó que, considerando las características de este choque, se había anticipado que sus efectos sobre la inflación general se irían desvaneciendo y que no serían duraderos.

La mayoría mencionó que en febrero la inflación subyacente anual disminuyó y se situó en 4.64%. Uno enfatizó que este nivel es el más bajo desde junio de 2021, justo cuando inició el ciclo alcista. No obstante, **otro** detalló que la lectura de la segunda quincena de febrero fue superior a la de la quincena previa. **Uno** notó que, a pesar de la disminución, luego de los choques que ha resentido, la inflación subyacente se encuentra en niveles superiores a los que exhibía antes de la pandemia. Indicó que este componente ha registrado valores superiores a 3% de manera continua por más de siete años. Consideró que su resistencia a disminuir se ha

agravado en los últimos años. Opinó que a ello han contribuido los crecimientos salariales respecto de los observados antes de la pandemia. Argumentó que estos no han venido acompañados por incrementos en la productividad laboral.

La mayoría señaló que en el interior de la inflación subyacente continuó observándose un comportamiento diferenciado entre sus componentes. Destacó la trayectoria descendente de la inflación de mercancías, mientras que recordó que la inflación de servicios no ha mostrado un punto de inflexión a la baja. Uno detalló que la primera ha disminuido por quince meses consecutivos apoyada, principalmente, por el comportamiento de los precios de las mercancías no alimenticias que han presentado variaciones mensuales y anuales por debajo de sus promedios históricos. Aseveró que lo anterior ha permitido que diversos indicadores de tendencia de la inflación subyacente se mantengan a la baja. **Otro** precisó que en febrero la variación anual de los precios de las mercancías no alimenticias se situó en 2.75%, mientras que la correspondiente a las alimenticias se ubicó en 5.25%. **Uno** argumentó que el comportamiento favorable de la inflación de mercancías se debe tanto al desvanecimiento de los choques como a la apreciación cambiaria, la cual ha contribuido a moderar los costos de los insumos importados y atenuado los precios de los bienes finales importados.

Todos coincidieron en que la inflación de servicios ha mostrado persistencia. Uno precisó que en febrero se ubicó en 5.30%. **Otro** señaló que, desde septiembre de 2022, ha registrado niveles alrededor de dicho valor. Añadió que más del 70% de los genéricos que conforman este subíndice se encuentra creciendo a tasas mensuales desestacionalizadas anualizadas superiores al 5%, y que las lecturas tanto de enero como de febrero habían registrado una mayor acumulación de nuevas presiones respecto al año pasado, en especial en lo concerniente a vivienda y otros servicios. Estimó que la inflación de servicios está siendo afectada principalmente por los precios de las materias primas no alimenticias y por la dinámica salarial, razón por la cual, en su opinión, es de la mayor importancia mantener ancladas las expectativas de inflación. **Uno** detalló que en el interior de la inflación de servicios las variaciones anuales de los rubros de servicios educativos y de otros servicios permanecieron por encima de 6% en febrero, mientras que la de los servicios de vivienda muestra un estancamiento alrededor de 3.7%. **Otro** afirmó

que la elevada inflación de servicios es un fenómeno global. Externó que se explica por la incidencia que siguen teniendo los choques derivados de la pandemia. Argumentó que, ante la reversión en los patrones de consumo, el traspaso de costos en el sector de servicios se ha dado de manera rezagada e incompleta. Así, consideró que su comportamiento es un ajuste necesario en la economía, si bien se debe monitorear su evolución.

La mayoría comentó que las expectativas de inflación de largo plazo provenientes de la encuesta de Banco de México permanecen ancladas en 3.5%. Uno consideró que es un reto que estas expectativas se ubiquen por encima de 3%. Respecto de las expectativas de mediano plazo, **otro** comentó que la correspondiente a los próximos 4 años se ubica en 3.7%, por encima de su promedio histórico previo a 2020. **Uno** destacó que las expectativas de corto plazo han permanecido relativamente estables. **Otro** especificó que las correspondientes para el cierre de 2024 y 2025 siguieron mejorando. **Algunos** notaron que las expectativas de inflación de todos los plazos provenientes de encuestas permanecen por encima de las proyecciones del Instituto Central. Al respecto, **uno** puntualizó que en la encuesta de Citibanamex del 20 de marzo, ni un solo encuestado anticipa una inflación para fin de año de 3.5% o menos, el 71.4% de los encuestados ven la inflación por arriba de 4%, y el 14.3% piensan que la inflación terminará por arriba del nivel de 4.4% de febrero. No obstante, **otro** argumentó que después del importante episodio inflacionario reciente es necesario considerar dos etapas en la evolución de dichas expectativas: una inicial, donde se consoliden en sus promedios históricos, y una posterior, donde se anclen en la meta de 3% en un horizonte de mayor plazo. **Algunos** señalaron que la compensación por inflación y riesgo inflacionario disminuyó en todos los plazos. **Uno** detalló que la prima por riesgo se ha ubicado alrededor de su promedio histórico. No obstante, **otro** especificó que la compensación por inflación y riesgo inflacionario aún permanece en niveles arriba de 4% en todos sus plazos. Atribuyó su descenso tanto a la caída en las expectativas de inflación implícitas en estos instrumentos, como a la reducción en las primas de riesgo inflacionario, las cuales parecen estar altamente correlacionadas con el comportamiento de la inflación general. **Uno** notó que las expectativas de inflación extraídas de instrumentos de mercado correspondiente al promedio de 1 a 5 años se ubican alrededor de 4.3%, mientras que las de 6 a 10 años permanecen alrededor de 3.3%.

La mayoría mencionó que los pronósticos de inflación del Instituto Central presentaron cambios marginales en algunos trimestres. Uno notó que el pronóstico de la inflación general para el primer trimestre de 2024 se revisó a la baja debido a una inflación de productos agropecuarios menor a la anticipada. **En particular, la mayoría resaltó los ligeros ajustes al alza en la previsión de la inflación subyacente para el primer trimestre de 2024 y los dos siguientes. Algunos** comentaron que estas revisiones incorporan una inflación de servicios más persistente. No obstante, **uno** agregó que se anticipa que la inflación de servicios disminuya paulatinamente en los próximos trimestres. **Otro** especificó que no se modificaron los pronósticos para 2025. **Algunos** señalaron que se sigue anticipando que la inflación general converja a la meta en el segundo trimestre del próximo año. **Uno** argumentó que estas previsiones de inflación consideran las acciones de política monetaria implementadas por el Banco de México, así como la perspectiva de que continúe la mitigación de diversas presiones sobre la inflación. Así, **algunos** subrayaron que se mantiene la perspectiva de que el proceso de desinflación continúe.

Todos consideraron que el balance de riesgos para la trayectoria prevista de la inflación en el horizonte de pronóstico permanece sesgado al alza. No obstante, **algunos** explicaron que ello no quiere decir que el panorama inflacionario sea igual de adverso que el enfrentado en 2022 y a principios de 2023. **Uno** resaltó que en esa fase el sesgo al alza implicaba la posibilidad de que la inflación aumentara más de lo anticipado. Agregó que, en la fase actual de desinflación, el sesgo al alza significa que, ante la materialización de riesgos, la inflación podría descender más lentamente de lo previsto. **Otro** opinó que el panorama inflacionario ha mejorado notablemente en comparación con lo observado a finales de 2022. Subrayó que se han mitigado los riesgos de cola, como las disrupciones en las cadenas globales de suministro, las presiones de oferta sobre las materias primas y la posibilidad de que la inflación se arraigase en niveles elevados. En este sentido, añadió que, si bien algunos componentes de la inflación como las mercancías alimenticias habían mostrado mayor persistencia, estas ya registraron una caída importante. Enfatizó que, aunque prevalecen algunos riesgos, estos ahora son más parecidos a los enfrentados antes de la pandemia, por lo que su efecto sobre la inflación podría ser más acotado.

Entre los riesgos al alza, todos alertaron sobre la persistencia de la inflación subyacente, en

particular del componente de servicios. Uno opinó que ello representa el principal reto para lograr la convergencia de la inflación a su meta. No obstante, **algunos** consideraron que este riesgo podría haberse moderado durante la fase de desinflación. **Uno** señaló que la evidencia empírica sugiere que este riesgo disminuye conforme baja la inflación. **Otro** comentó que históricamente la dinámica del subíndice de servicios tiende a ser más persistente. **Algunos** agregaron la posibilidad de que se observen presiones de demanda. **Uno** subrayó que el uso de capacidad instalada manufacturera alcanzó nuevos máximos lo que, en conjunto con una brecha del producto positiva, apuntan en esa dirección. De manera relacionada, **algunos** mencionaron los retos que podrían derivarse del impulso fiscal. **Uno** comentó que la política fiscal expansiva se refleja en el alto crecimiento de los agregados monetarios. **Otro** agregó la posibilidad de revisiones negativas a la calificación crediticia de la deuda soberana o de Pemex.

Todos advirtieron sobre la posibilidad de mayores presiones de costos de diversa índole. Sin embargo, **algunos** notaron que aunque este riesgo continúa presente no se anticipa que las presiones de costos que pudieran ocurrir sean de la misma magnitud que las observadas durante la pandemia y en los inicios de la guerra en Ucrania. **Algunos** enfatizaron la agudización de los riesgos derivados del agravamiento de conflictos geopolíticos. **Uno** notó que los ataques a embarcaciones en el Mar Rojo han provocado retrasos de entrega y aumentos en los costos de transporte. No obstante, indicó que considerando que es un fenómeno focalizado, sus implicaciones son mucho menores a los cuellos de botella que surgieron a raíz de la pandemia. **Algunos** destacaron el riesgo de una depreciación cambiaria. **Uno** señaló que episodios de volatilidad derivados de la incertidumbre de las elecciones presidenciales en México y en Estados Unidos también podrían afectar a la trayectoria de la inflación.

La mayoría resaltó los riesgos asociados con la escasez de agua y con afectaciones climáticas. **Uno** sostuvo que los choques relacionados con el cambio climático han sido cada vez más severos y frecuentes, y que sus efectos adversos sobre los precios han sido mayores. Como riesgo adicional, señaló que la inflación no subyacente podría ubicarse por arriba de lo previsto y muy cercano a sus niveles promedio. En particular, agregó que si bien la política de precios de gasolinhas ha coadyuvado a mantener la inflación no subyacente

en niveles menores a su promedio histórico, no existe certeza de que dicha política se mantendrá de manera indefinida. En cuanto a los riesgos a la baja, **otro** apuntó que la posibilidad de una desaceleración de la economía global mayor a la anticipada ha ganado relevancia. Al respecto, comentó que en economías de importancia sistémica como Estados Unidos y la zona euro la posición financiera de los hogares se ha deteriorado, lo cual podría afectar la actividad económica en un contexto de tasas elevadas. Y argumentó que la importante expansión del crédito en México podría sugerir que los niveles de apalancamiento de los hogares han aumentado.

Entorno Macrofinanciero

La mayoría consideró que la moneda nacional continúa mostrando un comportamiento resiliente debido, principalmente, a los sólidos fundamentos macroeconómicos del país en relación con los de otras economías emergentes, así como a un elevado diferencial entre tasas internas y externas ajustado por volatilidad. Destacó que el funcionamiento ordenado del mercado cambiario se ha mantenido en un contexto en el cual el mercado y la mayoría de los analistas esperan un ajuste a la baja en el diferencial de tasas respecto de Estados Unidos. Resaltó que desde la última reunión se apreció. Notó que las condiciones de operación del mercado cambiario mostraron una mejoría. Uno argumentó que la reducción en la volatilidad cambiaría y el sesgo implícito en las opciones sugieren una menor demanda por cobertura ante una eventual depreciación del peso que contrasta con lo observado en otros años electorales. Expresó que esta menor demanda, así como el posicionamiento observado en los mercados de derivados cambiarios de corto plazo, pueden amplificar una depreciación del peso en caso de presentarse un episodio de elevada aversión al riesgo, por lo que no pueden descartarse periodos de volatilidad. Otro advirtió que se mantienen ciertas expectativas que muestran un sesgo a la depreciación en el mediano plazo.

La mayoría notó que las tasas de interés de valores gubernamentales presentaron aumentos moderados. Subrayó que esto estuvo en línea con los incrementos en las tasas de interés soberanas observados a nivel global. Uno comentó que los flujos de capital hacia activos financieros denominados en pesos se han concentrado en Cetes. Agregó que el mercado de derivados incorpora un recorte de 25 puntos base en la tasa de política monetaria en la decisión de marzo,

en línea con las encuestas de especialistas, al tiempo que para finales de 2024 se anticipa que la tasa pudiera finalizar por debajo de 10%. **Otro** señaló que el mercado accionario mexicano presentó un desempeño negativo asociado con resultados corporativos menos favorables que los esperados. **Uno** afirmó que los indicadores de riesgo soberano registraron movimientos acotados.

En lo referente al financiamiento en la economía, la mayoría destacó que este continuó creciendo por la expansión del componente interno. Algunos apuntaron que el componente externo disminuyó. **Uno** mencionó que la expansión de las fuentes de financiamiento interno continuó reflejando la adquisición de instrumentos a plazo, lo que es congruente con el rendimiento ofrecido, dado el nivel de la tasa de política monetaria. **La mayoría resaltó que el crédito otorgado por la banca comercial ha continuado expandiéndose, si bien detalló que ha sido a un menor ritmo. Enfatizó que, en particular, el crecimiento del crédito otorgado a empresas se ha moderado. Uno** añadió que el otorgado al consumo también se ha desacelerado. **Algunos** agregaron que de acuerdo con la encuesta a los bancos las condiciones generales de otorgamiento se han estrechado en algunos segmentos. **La mayoría comentó que, en general, los índices de morosidad se mantienen estables. No obstante, notó cierto incremento en el caso de la cartera de consumo.**

Política Monetaria

La Junta de Gobierno evaluó la mitigación de los efectos de los choques sobre la inflación y sus determinantes, así como el comportamiento de las expectativas de mediano y largo plazos y el proceso de formación de precios. Reconoció el proceso desinflacionario desde la última vez que se ajustó la tasa de referencia, no obstante, consideró que persisten retos y riesgos que ameritan continuar con un manejo prudente de la política monetaria. Con base en lo anterior, la Junta de Gobierno, con la presencia de todos sus miembros, decidió por mayoría reducir en 25 puntos base el objetivo para la Tasa de Interés Interbancaria a un día a un nivel de 11.00%. Con esta decisión, la postura monetaria se mantiene restrictiva y continuará siendo conducente a la convergencia de la inflación a la meta de 3% en el horizonte de pronóstico.

La Junta de Gobierno vigilará estrechamente las presiones inflacionarias, así como todos los factores que inciden en la trayectoria prevista para la inflación y en sus expectativas. En las

siguientes reuniones, tomará sus decisiones en función de la información disponible. Tendrá en cuenta el progreso en el panorama inflacionario y los retos que aún prevalecen. Considerará la incidencia de la postura monetaria restrictiva que se ha mantenido y la que siga imperando sobre la evolución de la inflación a lo largo del horizonte en el que opera la política monetaria. Las acciones que se implementen serán tales que la tasa de referencia sea congruente, en todo momento, con la trayectoria requerida para propiciar la convergencia ordenada y sostenida de la inflación general a la meta de 3% en el plazo previsto. El Banco Central reafirma su compromiso con su mandato prioritario y la necesidad de perseverar en sus esfuerzos por consolidar un entorno de inflación baja y estable.

Un miembro señaló que el actual episodio inflacionario ha atravesado por diferentes fases, que han tenido implicaciones distintas para las decisiones de política monetaria. Recordó que la inflación llegó a exhibir una marcada tendencia ascendente debido a los choques de la pandemia y del conflicto en Ucrania. Destacó que, en respuesta, el Banco de México incrementó la tasa de referencia de manera oportuna y decidida. Comentó que a finales de 2022 los choques comenzaron a mitigarse, lo que junto con la postura monetaria alcanzada contribuyó al inicio de la fase de desinflación. Elaboró que, ante ello, se redujo la magnitud de los incrementos en la tasa de referencia. Añadió que en marzo de 2023 dicha tasa se fijó en 11.25%, nivel en que ha permanecido desde entonces. Mencionó que en este lapso la postura monetaria continuó fortaleciéndose, ya que la tasa real ex-ante siguió aumentando debido a la reducción de las expectativas de inflación. Preciso que al considerar el promedio de las expectativas de inflación general a 12 meses dicha tasa pasó de 6.38% en marzo de 2023 a un nivel actual de 7.43%. Notó que dicho valor se encuentra visiblemente por arriba del rango estimado de neutralidad, de entre 1.8 y 3.4%. Sostuvo que frente a un periodo inflacionario sumamente complejo se ha necesitado de un nivel de restricción monetaria no observado desde que se adoptó el régimen de objetivos de inflación. Externó que, desde la última vez que se aumentó la tasa, el proceso de desinflación ha progresado de manera importante. Destacó que las inflaciones general y subyacente se encuentran en niveles significativamente por debajo de los máximos alcanzados en este episodio inflacionario. Consideró que el entorno actual es menos adverso que el enfrentado en 2022 y los primeros meses de 2023. Así, argumentó que las condiciones actuales y

prospectivas son conducentes a una disminución de la tasa de referencia. Enfatizó que ello no significa que se haya dado por concluido el combate a la inflación ni es señal de complacencia. Recalcó que aún falta para llegar a la meta y que prevalecen riesgos para alcanzarla. Expresó que debe mantenerse la prudencia en el manejo de la política monetaria y que la evaluación de recortes adicionales se haría reunión tras reunión, en función de la información disponible. Agregó que cuando las condiciones macroeconómicas permitan ajustes adicionales, estos serían graduales. Resaltó que la restricción monetaria ha sido relevante para la desinflación y que se espera que lo siga siendo a lo largo del horizonte de pronóstico. Detalló que la postura restrictiva continuará contribuyendo a mantener ancladas las expectativas de inflación de largo plazo y a propiciar un comportamiento ordenado de los mercados financieros, incluido el cambiario. Externó que durante este periodo inflacionario tan complejo se ha mantenido inalterado el firme compromiso de la Institución con su mandato prioritario de estabilidad de precios. Consideró que, hacia delante, en los esfuerzos por consolidar un entorno de inflación baja y estable este firme compromiso continuará siendo una constante.

Otro miembro subrayó que el nivel de restricción monetaria alcanzado ha permitido avanzar de manera consistente en el proceso de desinflación. Puntualizó que los canales por los cuales se ha logrado lo anterior han sido los del tipo de cambio y de expectativas. No obstante, enfatizó que, si bien la inflación ha disminuido, el balance de riesgos para su trayectoria prevista se mantiene sesgado al alza. Entre los principales riesgos destacó: i) que, a pesar de la restricción monetaria, la actividad de la economía nacional continúe mostrando resiliencia y que las presiones de demanda ralenticen la caída de la inflación, o incluso que la revierta; ii) que la inflación subyacente persista en niveles elevados; iii) que la inflación no subyacente se estabilice en niveles superiores al previsto en los pronósticos del Instituto Central; y iv) que se observe una depreciación de la moneda nacional mayor que la anticipada. Alertó que la materialización de estos riesgos podría obstaculizar la convergencia de la inflación a su meta en el horizonte de planeación. Advirtió sobre la posibilidad de que los pronósticos de inflación del Banco de México tengan que ajustarse al alza próximamente como resultado de un comportamiento distinto al previsto en algunos de los determinantes de la inflación. Opinó que una inflación alejada de su meta, un balance de riesgos para la inflación sesgado al alza y la solidez de la actividad económica y del crédito, a pesar de una

tasa real ex-ante históricamente elevada, evidencian que la política monetaria en México ha tenido que enfrentar retos adicionales, como las presiones provenientes de los incrementos salariales y de una política fiscal expansiva. En este contexto, consideró que, en esta ocasión, un recorte a la tasa objetivo podría ser interpretado por el mercado como una tolerancia del Banco de México a mayores niveles de inflación. Comentó que algunos analistas y participantes en los mercados han reconocido que el entorno macroeconómico todavía es incierto para considerar un ajuste en el nivel de restricción monetaria. Notó que el consenso es que en esta reunión la Junta de Gobierno realice un primer recorte a la tasa de referencia. Señaló que, al mismo tiempo, el mercado prevé niveles de inflación superiores a los pronósticos de este Instituto Central. Expresó que se debe mantener prudencia en las señales que se envían al mercado, en un contexto en el que la diferencia entre las expectativas de inflación y los pronósticos del Instituto Central ha venido ampliándose.

Un miembro resaltó diversos factores a considerar para esta decisión antes de iniciar un ciclo de disminuciones de la tasa de referencia: i) que el balance de riesgos para la inflación sigue sesgado al alza y es incierto; ii) que la inflación de servicios no muestra una tendencia a la baja ni señales de que pronto comenzará a disminuir; iii) que las expectativas de inflación de los analistas al cierre de 2024 se ubican por encima de los pronósticos del Instituto Central, por lo que no anticipan que se cumpla el objetivo intermedio de inflación; iv) que la brecha de producto es positiva y ciertos indicadores sugieren presiones de demanda; v) que el mercado laboral sigue mostrando fortaleza; y vi) que el crecimiento del crédito no cede, mientras que la base monetaria crece por arriba de 14%. En este contexto, consideró que todavía no es el momento de iniciar un ciclo de disminuciones a la tasa de referencia. No obstante, estimó que existe cierto espacio para realizar un ajuste fino y aislado para mantener una postura restrictiva, pero no excesiva. Destacó que desde el último incremento a la tasa de referencia la tasa real ex-ante se ha incrementado más de 100 puntos base debido al descenso en las expectativas de inflación a un año. Apuntó que dicha tasa, actualmente cercana a 7.5%, permite cierto espacio para una disminución de 25 puntos base y con ello asegurar una postura restrictiva dentro del rango de 7 a 7.5%. Agregó que el diferencial de tasas de interés con Estados Unidos otorga cierto margen para fijar la tasa objetivo con independencia de la postura monetaria esperada de la Reserva Federal. Sostuvo que, ante una coyuntura que sugiere

prudencia, antes de realizar un ajuste adicional a la tasa debe contarse con mayor certidumbre sobre la convergencia de la inflación a su meta antes de considerar un ciclo de relajamiento. Apuntó que un reto importante en la instrumentación del ajuste fino será convencer al mercado de que todavía no es momento de iniciar un ciclo de recortes por lo que se tiene que evitar la expectativa prematura por parte de los analistas de que dicho ciclo se materializará. Además, sugirió cautela al cotejar la postura monetaria actual con otros episodios, ya que cada uno tiene su propia problemática, circunstancias y causales. Advirtió que, con base en la evidencia internacional, el error más común en episodios inflacionarios es comenzar prematuramente la relajación monetaria. Indicó que debe preservarse la credibilidad del Instituto Central en su compromiso con su mandato prioritario. Subrayó que debe dejarse claro que el enfoque es en el largo plazo. Expresó que debe comunicarse que no se está satisfecho con la disminución de la inflación y que aún queda camino por recorrer. Consideró que si la inflación y sus expectativas no disminuyen de manera clara y continua en los siguientes meses la tasa objetivo no debería reducirse. Señaló que, en su opinión, la eficacia de la política monetaria en México es baja, por lo que se requiere de una postura monetaria restrictiva, elevada y perdurable. Advirtió que a diferencia de episodios anteriores, la persistencia inflacionaria en esta ocasión es más elevada. Añadió que actualmente las condiciones monetarias globales, la posición cíclica de la economía nacional y la política fiscal expansionista son consistentes con que deba tenerse una postura más restrictiva. Por ello, sostuvo que el espacio para bajar la tasa objetivo pudiera ser muy limitado. Finalmente, señaló que se tiene que mostrar una actitud firme ante un panorama inflacionario sesgado al alza e incierto.

Otro miembro notó que, si bien el proceso de desinflación ha continuado y las expectativas de inflación se mantienen estables y ancladas, la situación actual aún presenta incertidumbre. Al respecto, mencionó que los pronósticos de inflación se revisaron marginalmente al alza para los próximos tres trimestres y que el balance de riesgos para la inflación continúa sesgado al alza. Sostuvo que la restricción monetaria alcanzada desde septiembre de 2022 ha operado con distintos rezagos en cada uno de los canales de transmisión. Apuntó que la tasa real ha alcanzado un nivel de 7.43%, mientras que el tipo de cambio real multilateral ha acumulado una apreciación de 18% desde septiembre de 2022. Destacó que la adquisición de instrumentos a plazo por parte del

sector privado se ha mantenido alrededor de 2% del PIB desde hace año y medio, lo cual duplica el nivel promedio observado entre 2010 y 2018. Resaltó que el financiamiento interno recientemente ha mostrado cierta moderación en su ritmo de crecimiento, especialmente para las empresas, donde el traspaso a las tasas de financiamiento ha sido más completo a lo largo de este ciclo de apretamiento. Estimó que la postura monetaria continuará siendo robusta y ubicándose en terreno restrictivo si la tasa objetivo se reduce en 25 puntos base. Aseveró que los canales de transmisión seguirán operando para propiciar la convergencia ordenada y sostenida de la inflación a su meta. Afirmó que en México la tasa real en relación con la brecha inflacionaria es más alta que la de la mayoría de los países emergentes y que su magnitud ha permitido enfrentar los desafíos inflacionarios. Externó que, ante la complejidad del proceso desinflacionario y condiciones de estrechez en la economía y, especialmente en el mercado laboral, será necesario mantener una postura restrictiva en el horizonte de pronóstico. Indicó que las futuras acciones de política monetaria deberán depender de los datos y de la evolución de los determinantes de la inflación. Opinó que el anuncio de política monetaria deberá reflejar un tono de cautela. Agregó que la disminución propuesta no debe interpretarse como un proceso de normalización de la política monetaria ni de complacencia con el nivel de inflación, sino como uno que busca calibrar el nivel de restricción monetaria prevaleciente con la evolución de la inflación y sus perspectivas. Argumentó que la comunicación debe propiciar que el mercado ajuste sus expectativas a lo que probablemente será un ciclo más lento y de mayor duración respecto de episodios pasados, con el claro compromiso de fortalecer la estabilidad económica y financiera del país.

Un miembro elaboró sobre por qué considera que una reducción de la tasa de referencia no es prematura. Resaltó la relevancia en hacer un diagnóstico apropiado del panorama inflacionario, al tomar en cuenta el origen de las presiones, su naturaleza, dinámica, así como el camino recorrido. Así, recordó que durante 2021 y 2022 se enfrentó un periodo inflacionario claramente distinto a los anteriores, en el cual, se observaron choques atípicos que derivaron en riesgos de cola, cuyos efectos se han resentido de manera diferenciada y rezagada. Destacó que ante este escenario se realizaron quince incrementos consecutivos, acumulando 725 puntos base y llevando la tasa de referencia a su máximo histórico, para mantenerla ahí por prácticamente un año, siendo la pausa más

larga después de un ciclo alcista. Señaló que, como resultado de esta contundente acción de política monetaria y de la mitigación de los choques, se ha observado un avance importante en el proceso desinflacionario, por lo que actualmente nos encontramos en una mejor posición. Asimismo, juzgó necesario no solo observar si el balance de riesgos se mantiene al alza o no, sino también su evolución ante la mitigación de los riesgos de cola, destacando las disrupciones en cadenas de suministro, presiones de oferta, o que la inflación se arraigara en niveles elevados. Agregó que el apretamiento pasivo de alrededor de 100 puntos base, no observado en ciclos anteriores, se ha logrado gracias a los avances en las herramientas de comunicación, como el uso de la guía prospectiva. Puntualizó que mantener una postura restrictiva seguirá siendo necesario, ya que prevalecen retos y falta camino por recorrer. Explicó que, aun recortando la tasa, la postura monetaria permanecería claramente en terreno restrictivo, continuaría operando a través de sus canales y se mantendría lo suficientemente robusta ante cambios en la postura relativa a otras economías. Juzgó muy relevante que la política monetaria se conduzca con un enfoque de gradualidad, no solo en magnitud sino en tiempo. Opinó que ello es apropiado en un entorno en el que prevalecen retos, como la persistencia de la inflación de servicios. Sostuvo que la gradualidad en tiempo indica que realizar ajustes no significa que se inicie un ciclo continuo. Manifestó que si bien no es prudente fijar un rango específico para la tasa real ex-ante dados los retos que impone a la comunicación, es apropiado ajustar su nivel ante la notable mejora en el panorama inflacionario y su perspectiva, aunque ello no implica regresarla a niveles prepandemia. Finalmente, reiteró que el reto hacia delante es ajustar el grado de restricción de tal forma que se reconozcan los importantes avances de la dinámica inflacionaria y que, asimismo, se atiendan los retos que aún prevalecen en el trecho que queda por recorrer hacia la meta de 3%.

3. DECISIÓN DE POLÍTICA MONETARIA

La Junta de Gobierno evaluó la mitigación de los efectos de los choques sobre la inflación y sus determinantes, así como el comportamiento de las expectativas de mediano y largo plazos y el proceso de formación de precios. Reconoció el proceso desinflacionario desde la última vez que se ajustó la tasa de referencia, no obstante, consideró que persisten retos y riesgos que ameritan continuar con un manejo prudente de la política monetaria. Con base en lo anterior, la Junta de Gobierno, con la presencia de todos sus miembros, decidió por

mayoría reducir en 25 puntos base el objetivo para la Tasa de Interés Interbancaria a un día a un nivel de 11.00%. Con esta decisión, la postura monetaria se mantiene restrictiva y continuará siendo conducente a la convergencia de la inflación a la meta de 3% en el horizonte de pronóstico.

La Junta de Gobierno vigilará estrechamente las presiones inflacionarias, así como todos los factores que inciden en la trayectoria prevista para la inflación y en sus expectativas. En las siguientes reuniones, tomará sus decisiones en función de la información disponible. Tendrá en cuenta el progreso en el panorama inflacionario y los retos que aún prevalecen. Considerará la incidencia de la postura monetaria restrictiva que se ha mantenido y la que siga imperando sobre la evolución de la inflación a lo largo del horizonte en el que opera la política monetaria. Las acciones que se implementen serán tales que la tasa de referencia sea congruente, en todo momento, con la trayectoria requerida para propiciar la convergencia ordenada y sostenida de la inflación general a la meta de 3% en el plazo previsto. El Banco Central reafirma su compromiso con su mandato prioritario y la necesidad de perseverar en sus esfuerzos por consolidar un entorno de inflación baja y estable.

4. VOTACIÓN

Votaron a favor de la decisión Victoria Rodríguez Ceja, Galia Borja Gómez, Jonathan Ernest Heath Constable y Omar Mejía Castelazo. Votó a favor de

mantener el objetivo para la Tasa de Interés Interbancaria a un día en un nivel de 11.25% Irene Espinosa Cantellano.

5. OPINIONES/VOTOS DISIDENTES

Voto. Irene Espinosa Cantellano

El nivel de restricción monetaria alcanzado ha permitido avanzar en el proceso desinflacionario principalmente a través de los canales de tipo de cambio y de expectativas, ya que la demanda interna y el crédito no muestran señales de debilitamiento. Asimismo, el mercado laboral se mantiene apretado y la estimación puntual de la brecha del producto en terreno positivo, lo que confirma la resiliencia de la economía nacional. La inflación general aún se encuentra lejos del objetivo, el balance de riesgos para nuestros pronósticos de inflación se mantiene sesgado al alza y la actividad económica continúa su dinamismo a pesar del aumento histórico de la tasa real. Ello evidencia que la política monetaria ha tenido que enfrentar retos adicionales, como las presiones provenientes de incrementos salariales y de una política fiscal expansiva, para conducir la inflación a la meta del 3%. Aunado a lo anterior, el hecho de que el mercado espere que la inflación sea mayor a nuestros pronósticos indica que es prematuro iniciar la reducción de la restricción monetaria. Hacerlo pondría en riesgo la convergencia y, con ello, la credibilidad sobre el compromiso de este Instituto Central con su mandato prioritario de la estabilidad de precios.

ANEXO*

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

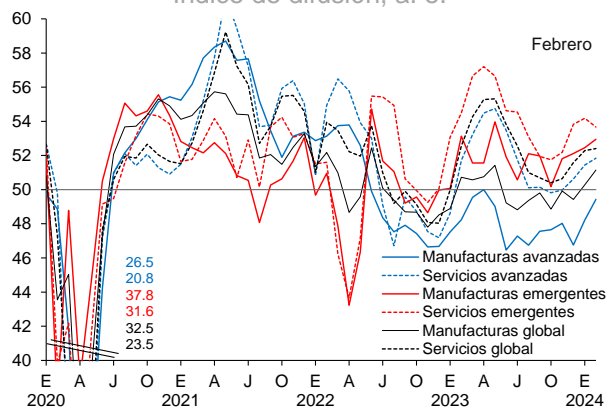
A.1. Condiciones externas

A.1.1. Actividad económica mundial

Se prevé que durante el primer trimestre de 2024 la actividad económica global se haya expandido a un ritmo ligeramente mayor al observado en el trimestre previo. No obstante, continuaría la heterogeneidad en la dinámica de la actividad económica entre países. En general, se anticipa atonía en el crecimiento de las economías avanzadas y un mayor dinamismo para las emergentes con respecto del cuarto trimestre de 2023. Los índices de gerentes de compras apuntan a un modesto avance en los servicios y en la actividad manufacturera a nivel global. No obstante, la manufactura en las economías avanzadas se habría mantenido débil (Gráfica 1). Entre los riesgos globales destacan el agravamiento de las tensiones geopolíticas, la prolongación de las presiones inflacionarias, condiciones financieras apretadas y, en menor medida, los retos para la estabilidad financiera.

En Estados Unidos, los indicadores disponibles apuntan a una moderación del crecimiento durante el primer trimestre de 2024 en relación con el trimestre anterior, aunque las expectativas por parte de los analistas se han revisado al alza. Lo anterior, luego de que el Producto Interno Bruto (PIB) creciera 0.8% a tasa trimestral ajustada por estacionalidad en el cuarto trimestre de 2023.¹ La moderación en el crecimiento del primer trimestre del año reflejaría menores contribuciones de las exportaciones netas, el gasto público y el consumo privado (Gráfica 2).

Gráfica 1
Índice de gerentes de compras de producción y actividad para economías avanzadas, economías emergentes y global
Índice de difusión, a. e.^{1/}



a. e. / Cifras con ajuste estacional.

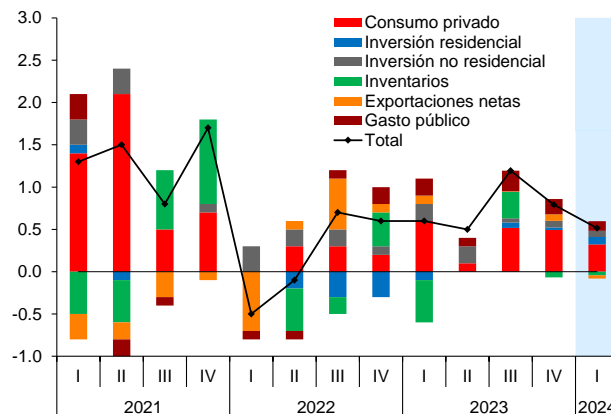
1/ El índice varía entre 0 y 100 puntos, una lectura por encima de 50 puntos se considera un aumento en comparación con el mes previo y por debajo de 50 puntos una disminución.

Nota: Las cifras en la gráfica corresponden a los respectivos niveles mínimos de cada indicador, en el mismo orden de las leyendas.

Fuente: IHS Markit.

Gráfica 2
EUA: PIB real y sus componentes

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



a. e. / Cifras con ajuste estacional.

Nota: El área sombreada hace referencia a los pronósticos del GDPNow de la Reserva Federal de Atlanta al 19 de marzo.

Fuente: BEA y Banco de la Reserva Federal de Atlanta.

* Nota: En la versión electrónica de este documento se puede obtener la información que permite generar todas las gráficas y tablas que contiene dando clic sobre ellas, con excepción de aquella que no es producida ni elaborada por el Banco de México.

¹ Expresado como tasa trimestral anualizada y ajustada por estacionalidad, la variación del PIB de Estados Unidos en el cuarto trimestre de 2023 fue de 3.2%.

En febrero de 2024, la producción industrial en Estados Unidos aumentó 0.1% a tasa mensual ajustada por estacionalidad, después de haberse contraído el mes previo. Ello respondió al avance en los rubros de minería y manufacturas, debido, en parte, a la recuperación tras las afectaciones relacionadas con las condiciones climáticas adversas en enero. Los índices de gerentes de compras sugieren que la producción del sector manufacturero mantendría cierta atonía.

El mercado laboral en Estados Unidos se mantuvo apretado. La nómina no agrícola continuó expandiéndose, al pasar de una generación de 229 mil nuevas plazas en enero a 275 mil en febrero. No obstante, las cifras de este indicador correspondientes a los dos meses previos se revisaron a la baja. Las solicitudes iniciales de seguro de desempleo continuaron en niveles bajos, ubicándose en 209 mil nuevas solicitudes en la semana que concluyó el 9 de marzo. Sin embargo, algunos indicadores han mostrado signos en la dirección de menor apretamiento. La tasa de desempleo aumentó de 3.7% en enero a 3.9% en febrero. El número de plazas vacantes se mantuvo alrededor de 8.9 millones en enero, significativamente por debajo del nivel máximo alcanzado en marzo de 2022, aunque permanecen por encima de los niveles previos a la pandemia. En febrero, las remuneraciones promedio por hora moderaron su ritmo de crecimiento, pues este se situó en 4.5% a tasa anual, luego de haber aumentado en enero a 4.7%.

En la zona del euro, se prevé que la actividad económica se haya mantenido débil en el primer trimestre de 2024, después de que el PIB registrara un estancamiento durante el cuarto trimestre de 2023.² La actividad seguiría afectada por la moderación del consumo, de la inversión y de la demanda externa, en un entorno de condiciones financieras apretadas. El mercado laboral en la zona del euro continúa robusto. La tasa de desempleo disminuyó de 6.5% en diciembre a 6.4% en enero, en un contexto en el que la tasa de participación laboral ha venido aumentando.

Respecto del resto de las principales economías avanzadas, en general, se estima un crecimiento moderado en el primer trimestre de 2024. En particular, se espera que la actividad económica en

Reino Unido muestre una recuperación, luego de haberse contraído los dos trimestres previos. Los mercados laborales de este grupo de economías se habrían mantenido apretados.

Se espera que la actividad económica en la mayoría de las principales economías emergentes haya registrado un mayor dinamismo en el primer trimestre de 2024. En el caso particular de China, se anticipa que en el primer trimestre del año la actividad económica haya aumentado a un ritmo mayor en comparación con el trimestre anterior, en el que creció 1.0% a tasa trimestral ajustada por estacionalidad.³ Durante enero y febrero, se observó una expansión del consumo, la producción industrial y la inversión fija en ese país. El crecimiento en el primer trimestre estaría apoyado, además, por el aumento en las exportaciones y el turismo asociado con la festividad del Año Nuevo Lunar, que por primera vez desde el inicio de la pandemia se celebró sin restricciones a la movilidad. Sin embargo, dicha economía continúa enfrentando importantes riesgos derivados de la debilidad de su sector inmobiliario, la baja confianza por parte de los agentes económicos, así como las restricciones comerciales y tecnológicas impuestas por algunos países.

Los precios internacionales de las materias primas registraron un comportamiento mixto desde la última decisión de política monetaria en México. Los precios del petróleo aumentaron ante la expectativa de una mayor demanda por parte de Estados Unidos, al tiempo que se registró una disminución de inventarios a nivel mundial. Asimismo, las potenciales disrupciones de oferta debido a las tensiones geopolíticas en Medio Oriente y Rusia, y el acuerdo entre las naciones pertenecientes a la Organización de Países Exportadores de Petróleo y países aliados (OPEP+) de prolongar los recortes de producción, presionaron los precios al alza. No obstante, la expectativa de una mayor producción en Estados Unidos ha contribuido a contener parcialmente dichas presiones en las cotizaciones. Por su parte, los precios de referencia del gas disminuyeron entre febrero y principios de marzo, como resultado de una menor demanda por temperaturas más cálidas en el hemisferio norte. Posteriormente, los precios aumentaron en reacción al anuncio de una menor producción de gas en

² Expresado como tasa trimestral ajustada por estacionalidad, la variación del PIB de la zona del euro fue de 0.0% en el cuarto trimestre de 2023. Expresado como tasa anualizada, dicha variación fue de -0.2%.

³ Expresado como tasa anual, la variación del PIB de China fue de 5.2% en el cuarto trimestre de 2023.

Estados Unidos en el primer trimestre del año y a los ataques a la infraestructura rusa. Los precios de los granos descendieron por los incrementos en la producción de maíz en Estados Unidos y Brasil, así como por una mayor acumulación de inventarios en Estados Unidos. A esta disminución también contribuyó una mayor producción de trigo en Rusia, al tiempo que se registró una menor demanda por parte de China. Las cotizaciones de los metales, en general, exhibieron una tendencia al alza ante perspectivas de condiciones financieras menos restrictivas debido a una mayor confianza respecto del inicio del ciclo de recortes de los principales bancos centrales. Destacó el incremento del precio del oro, el cual alcanzó máximos históricos.

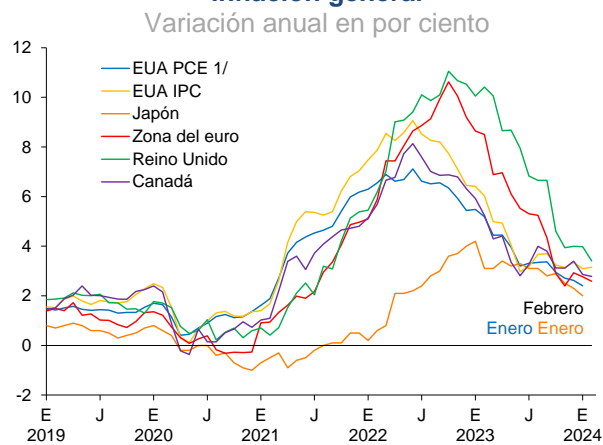
A.1.2. Política monetaria y mercados financieros internacionales

En la mayoría de las economías avanzadas, la inflación general anual continuó disminuyendo (Gráfica 3). En algunos casos se registró un repunte en su lectura más reciente debido, en general, a mayores presiones en los precios de los energéticos. Asimismo, la inflación del componente subyacente siguió mostrando disminuciones graduales, con cierta persistencia en la inflación de los servicios. En Estados Unidos, la inflación general anual medida por el índice de precios al consumidor aumentó de 3.1% en enero a 3.2% en febrero. Ello ante una menor deflación en los precios de los energéticos, al tiempo que las inflaciones de los alimentos y del componente subyacente continuaron disminuyendo. La variación anual de este último se redujo de 3.9% en enero a 3.8% en febrero. Sin embargo, en promedio, la inflación mensual del componente subyacente se aceleró en los últimos dos meses, impulsada, en parte, por el rubro de servicios. La inflación general de ese país, medida por el deflactor del gasto en consumo personal, disminuyó en términos anuales de 2.6% en diciembre a 2.4% en enero. La inflación anual del componente subyacente pasó de 2.9 a 2.8% en la misma comparación.

Los pronósticos de inflación de los analistas para la mayoría de las principales economías avanzadas prevén una moderación de la inflación general a lo largo de 2024 respecto de los niveles actuales. No obstante, estiman que esta permanecería en niveles por encima de los objetivos de inflación de sus bancos centrales. Las expectativas de inflación de mayor plazo para estas economías que se derivan de instrumentos financieros se mantuvieron

relativamente estables respecto de las cifras registradas a inicios de febrero.

Gráfica 3
Economías avanzadas seleccionadas:
inflación general



1/ Se emplea el deflactor del gasto en consumo personal.

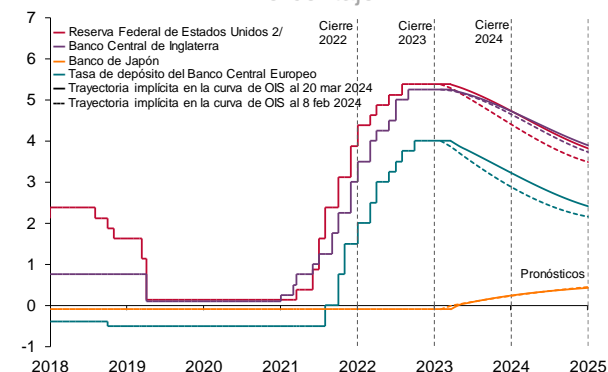
Fuente: *Bureau of Economic Analysis, Bureau of Labor Statistics, Eurostat, Banco de Japón, Oficina Nacional de Estadística del Reino Unido e Instituto de Estadística de Canadá.*

Desde la última decisión de política monetaria en México, en un amplio número de economías emergentes la inflación general anual registró disminuciones. Ello derivado de menores presiones en los precios de los alimentos, en los del componente subyacente y, en algunos casos, en los energéticos. En la mayoría de las principales economías emergentes la inflación subyacente exhibió una reducción. Aunque en la mayoría de estas economías la inflación general se mantiene por encima de los objetivos puntuales de sus respectivos bancos centrales, en algunas de ellas la inflación general se ubicó dentro del intervalo de variabilidad considerado por cada instituto central. Tal fue el caso en Sudáfrica, República Checa, Hungría, Polonia, Filipinas, India, Indonesia y Brasil. En Tailandia, la inflación general anual persistió en niveles negativos, mientras que en China repuntó a 0.7% en febrero, después de haber registrado tasas negativas por cuatro meses consecutivos. Ello, ante presiones en los precios de los alimentos y, en menor medida, del rubro de transporte y comunicación.

En este entorno, desde la última decisión de política monetaria en México, los bancos centrales de las principales economías avanzadas y emergentes tomaron decisiones respecto de sus tasas de referencia de manera heterogénea, en función de la evolución de los indicadores económicos de cada país.

En las principales economías avanzadas, la mayoría de los bancos centrales mantuvo sin cambio sus tasas de referencia y continuó con la reducción gradual de sus tenencias de valores. Respecto de las acciones futuras, los institutos centrales indicaron, en general, que sus decisiones seguirán dependiendo de la información sobre el panorama inflacionario. Adicionalmente, algunas de estas instituciones comunicaron que se encuentran preparadas para realizar ajustes adicionales de ser necesario, con el fin de regresar la inflación a su objetivo. En cuanto a las expectativas de mercado para sus tasas de política monetaria, con base en la última información disponible, las tasas de interés implícitas en las curvas de *swaps* (OIS) registraron una moderación en la expectativa de recortes (Gráfica 4). Estas anticipan que las tasas de referencia muestren disminuciones de al menos 25 puntos base para el cierre del tercer trimestre en estas economías.

Gráfica 4
Tasas de referencia y trayectorias implícitas en Curvas OIS^{1/}
Porcentaje



1/ OIS: Swap de tasa de interés fija por flotante en donde esta última está ligada a la referencia efectiva a un día.

2/ Para la tasa de referencia observada de Estados Unidos se utiliza la tasa de interés promedio del rango objetivo de la tasa de fondos federales (5.00%- 5.25%).

Fuente: Bloomberg.

En su reunión de marzo, la Reserva Federal de Estados Unidos mantuvo sin cambio el rango objetivo para la tasa de fondos federales por quinta decisión consecutiva. Así, este siguió ubicándose en el intervalo de 5.25 a 5.50%. Adicionalmente, continuó con la reducción del tamaño de su hoja de balance. Dicho banco central reiteró que al considerar cualquier ajuste al rango objetivo para la tasa de fondos federales el Comité Federal de Mercado Abierto (*FOMC*) evaluará cuidadosamente la nueva información, la evolución de las perspectivas económicas y el balance de riesgos. Indicó nuevamente que el *FOMC* considera que los riesgos asociados con el cumplimiento de sus metas

de empleo e inflación se están moviendo hacia un mejor balance. Reiteró que el Comité no espera que sea apropiado reducir el rango objetivo hasta que tenga mayor confianza de que la inflación está convergiendo de forma sostenible hacia el 2%. Asimismo, enfatizó que se encuentra preparado para ajustar la postura de política monetaria según sea necesario, si surgieran riesgos que impidan el cumplimiento de los objetivos del *FOMC*.

En conferencia de prensa, el presidente de la Reserva Federal reiteró que la tasa de política monetaria probablemente esté en su punto máximo para este ciclo monetario que si la economía evoluciona en términos generales como se espera probablemente será apropiado comenzar a reducir la restricción monetaria en algún momento de este año. Indicó que están comprometidos con ambos elementos de su mandato dual y que un debilitamiento inesperado del mercado laboral también podría justificar una respuesta de política monetaria. Por otro lado, mencionó nuevamente que la institución está preparada para mantener el rango objetivo actual para la tasa de fondos federales por más tiempo de ser apropiado. Finalmente, comentó sobre la reducción del tamaño de su hoja de balance e indicó que, aunque no se tomó una decisión durante la reunión, el Comité consideró, en general, que sería apropiado disminuir el ritmo de la reducción relativamente pronto.

Respecto de los ajustes a los pronósticos del Comité, entre diciembre y marzo la mediana de la tasa de crecimiento anual para el cuarto trimestre se revisó al alza de 1.4 a 2.1% de 2024, de 1.8 a 2.0% para el cuarto trimestre de 2025 y de 1.9 a 2.0% para el cuarto trimestre de 2026. La mediana de los pronósticos de la inflación general se mantuvo sin cambio en 2.4% para el cierre de 2024, se revisó ligeramente al alza de 2.1 a 2.2% para el de 2025 y permaneció en 2.0% para el de 2026. La mediana de las expectativas del Comité para la tasa de fondos federales del cierre de 2024 se mantuvo en 4.6%, de modo que se continúan anticipando tres recortes de 25 puntos base para 2024. Sin embargo, hubo miembros que revisaron sus estimados al alza. Por otra parte, la mediana de las expectativas de la tasa de fondos federales se incrementó para el cierre de 2025 de 3.6 a 3.9%, lo que implica que la expectativa de recortes para dicho año se revisó de 100 a 75 puntos base. Para el cierre de 2026, el nivel esperado aumentó de 2.9 a 3.1%. Las expectativas extraídas de instrumentos financieros anticipan un nivel de la tasa de interés de 5.2% al cierre del segundo trimestre de 2024, para posteriormente

disminuir a niveles cercanos a 4.7% para el cierre de ese año y a 3.8% para el cierre de 2025.

En su reunión de marzo, el Banco Central Europeo (BCE) mantuvo sin cambios sus tasas de referencia por cuarta decisión consecutiva. Así, sus tasas de refinanciamiento, de préstamos y de depósitos continuaron en 4.50, 4.75 y 4.0%, respectivamente. Su Consejo de Gobierno reiteró que considera que las tasas de interés se encuentran en niveles que de mantenerse por un periodo suficientemente largo contribuirán de forma sustancial al retorno oportuno de la inflación a su objetivo. Reiteró que seguirá teniendo un enfoque dependiente de los datos para determinar la duración y el nivel apropiados de la restricción monetaria.

En conferencia de prensa, la presidenta del BCE señaló que no se discutió sobre recortes en la tasa de interés, pero que se inició el debate sobre la reducción de su postura restrictiva. Comentó que se sigue avanzando en el proceso desinflacionario, pero que aún no se cuenta con la confianza suficiente y que se necesita más evidencia sobre el progreso de convergencia de la inflación hacia su objetivo. En relación con su Programa de Emergencia por la Pandemia (*PEPP*), el Consejo de Gobierno continuó con la normalización de su hoja de balance y reiteró que prevé concluir las reinversiones de los valores que alcancen su vencimiento y que hayan sido adquiridos bajo el marco del *PEPP* a finales de 2024.

En su reunión de marzo, el Banco de Japón aumentó su tasa de referencia de -0.1% a un rango de 0.0 a 0.1%, después de haberla mantenido en niveles negativos por más de ocho años. Este fue el primer aumento de tasa desde 2007. Asimismo, eliminó el control de la curva de rendimientos que mantenía el nivel objetivo de la tasa de interés de los bonos gubernamentales japoneses (*JGBs*) de diez años alrededor del 0%. A pesar de lo anterior, dicho banco central anticipó que mantendrá condiciones financieras acomodaticias por un tiempo.⁴

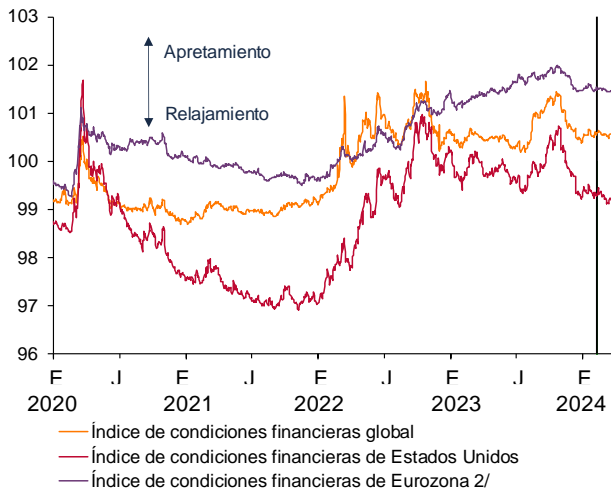
En las principales economías emergentes, desde la última decisión de política monetaria en México, algunos bancos centrales recortaron sus tasas de interés de referencia, considerando las circunstancias económicas específicas de sus países. En China, en febrero el banco central recortó en 25 puntos base la tasa preferencial de préstamos (*LPR*) a cinco años, y en marzo mantuvo esta tasa y las de política monetaria de corto y mediano plazos sin cambios. Algunos bancos centrales decidieron no ajustar tasa de referencia tras realizar modificaciones en decisiones previas. El banco central de Perú la conservó sin cambio luego de llevar a cabo recortes por seis decisiones consecutivas. Por su parte, los bancos centrales de Rusia y Turquía las mantuvieron inalteradas después de aumentarlas de manera consecutiva en varias decisiones previas.

Desde la última decisión de política monetaria en México, las condiciones financieras internacionales se mantuvieron relativamente estables (Gráfica 5). Las tasas de mediano y largo plazo de las principales economías avanzadas aumentaron moderadamente respecto del nivel registrado a inicios de febrero. Por su parte, los mercados accionarios tanto de economías avanzadas como emergentes tuvieron un comportamiento favorable (Gráfica 6). En los mercados cambiarios, el dólar estadounidense se depreció ligeramente. No obstante, las divisas de la mayoría de las economías emergentes se depreciaron marginalmente respecto del dólar (Gráfica 7). Finalmente, desde la última decisión de política monetaria se registraron entradas de flujos de capital a economías emergentes. Sin embargo, los flujos mostraron un comportamiento diferenciado entre clase de activos, pues se observaron entradas netas de activos de renta variable y ligeras salidas de los de renta fija durante gran parte del periodo.

⁴ El Banco de Japón consideró que el objetivo de inflación de 2.0% podría alcanzarse de forma estable y sostenible hacia el final del periodo de sus proyecciones económicas. Comentó que el esquema de relajamiento monetario cuantitativo y cualitativo (*QQE*) con control de la curva de rendimiento, así como la tasa de interés negativa han cumplido su función. Sin embargo, continuará con las compras de *JGBs* en aproximadamente la misma cantidad que antes y, en caso de un rápido incremento en las tasas de interés de largo plazo, el banco central reaccionará ágilmente incrementando el monto de dichas compras y llevando

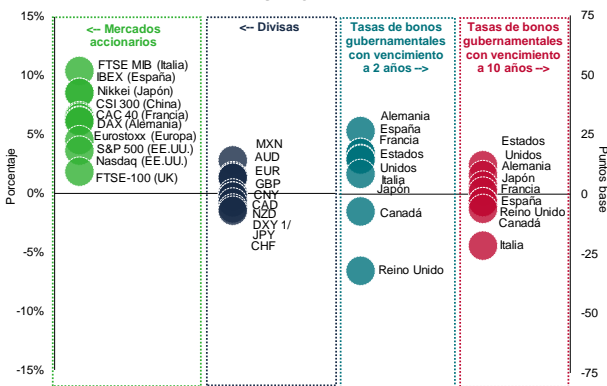
a cabo operaciones de compra a tasa fija y de suministro de fondos con garantía común. Adicionalmente, suspendió las compras de fondos cotizados en bolsa (*ETF*) y de fideicomisos de inversión inmobiliaria (*J-REITs*). Asimismo, reducirá gradualmente el monto de compras de papel comercial (*CP*) y bonos corporativos para suspender las compras en alrededor de un año. Finalmente, indicó que otorgará préstamos bajo varios de sus programas de provisión de fondos con una tasa de interés de 0.1% y una duración de un año.

Gráfica 5
Índice de condiciones financieras^{1/}
Unidades



1/ El índice de condiciones financieras se construye a partir del efecto que tienen cinco variables sobre la actividad económica: la tasa de interés de referencia, la nota gubernamental de diez años, el diferencial de bonos con grado de inversión sobre el bono de deuda gubernamental con duración equivalente, la razón de un índice bursátil con el promedio de las utilidades por acción de 10 años y el tipo de cambio ponderado por comercio.
2/ En el caso de la Eurozona, también se considera el diferencial entre los bonos soberanos de Francia, Italia, España, Países Bajos, Bélgica, Austria, Portugal y Finlandia sobre el bono alemán con vencimiento a 10 años. La línea negra vertical indica la última reunión calendarizada de política monetaria de Banco de México.
Fuente: Bloomberg y Goldman Sachs.

Gráfica 6
Variación de indicadores financieros
seleccionados del 8 de febrero
al 20 de marzo de 2024
Porcentaje; puntos base



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

Gráfica 7
Desempeño de activos de países emergentes
seleccionados a partir del 1 de febrero de 2024
Porcentaje, puntos base

Región	País	Divisas	Bolsas	Tasas de interés 2A	Tasas de interés 10A	CDS
América Latina	México	2.22%	-3.06%	21	20	-6
	Brasil	-1.57%	-0.62%	18	33	-13
	Chile	-0.87%	6.76%	-1	33	-4
	Colombia	-0.14%	0.43%	-2	55	-23
	Perú	3.27%	7.86%	33	42	-8
Europa emergente	Rusia	-1.30%	2.08%	-350	0	N.D.
	Polonia	0.65%	4.30%	37	32	0
	Turquía	-5.94%	2.75%	350	-32	-27
	Rep. Checa	-1.30%	1.94%	-39	4	-3
	Hungría	-3.30%	-0.51%	40	48	-7
Asia	China	-0.19%	9.65%	-6	-9	2
	Malasia	0.99%	2.03%	4	7	-7
	India	0.18%	2.03%	6	-2	0
	Filipinas	1.28%	5.21%	-10	8	-5
	Tailandia	-0.47%	1.97%	-13	-14	-2
	Indonesia	1.16%	3.22%	8	10	-8
África	Sudáfrica	-0.73%	-1.52%	46	58	-11

Nota: Un movimiento positivo en las divisas indica apreciación. Las tasas de interés mostradas corresponden a los bonos gubernamentales en los plazos especificados, con excepción de Hungría, donde se utilizó la tasa de interés del bono gubernamental de tres años. Por otro lado, para Filipinas se utilizó la tasa swap a un plazo de dos años y para Rusia se utilizan las tasas swap para ambos plazos. El último dato del CDS de Rusia corresponde al 1 de junio de 2022.
Fuente: Bloomberg.

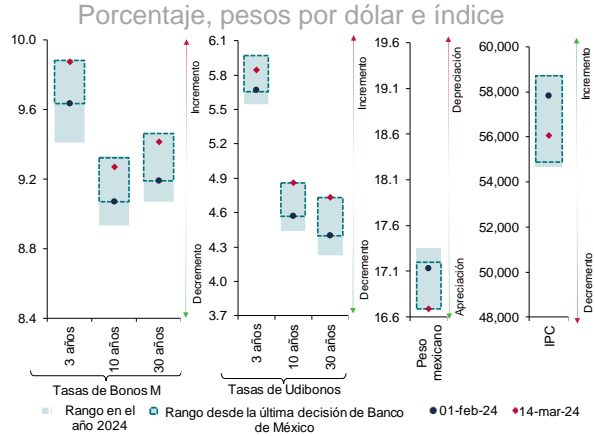
A.2. Evolución de la economía mexicana

A.2.1. Mercados en México

En el contexto internacional descrito, la cotización del peso mexicano frente al dólar se apreció desde la última decisión de política monetaria en México y su volatilidad disminuyó. Por su parte, las tasas de interés mostraron movimientos moderados al alza (Gráfica 8). El mercado accionario se vio afectado por los reportes corporativos que mostraron un panorama menos favorable al previsto.

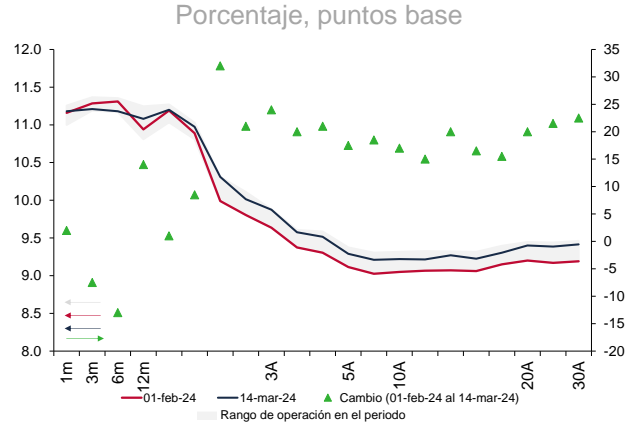
En específico, la moneda nacional operó en un rango de 63 centavos, entre 16.65 y 17.28 pesos por dólar desde la última decisión de política monetaria. Durante el periodo presentó una apreciación de 2.22% influida principalmente por el diferencial de tasas de interés nominales entre México y Estados Unidos (Gráfica 9). Este comportamiento ocurrió en un entorno caracterizado por las mejores condiciones de operación desde inicios del 2020.

Gráfica 8
Desempeño y condiciones de operación
de mercados mexicanos



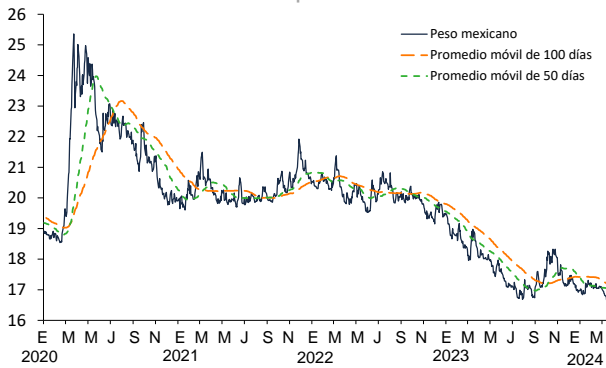
Fuente: Bloomberg y PIP.

Gráfica 10
Curva de rendimiento de valores
gubernamentales a tasa nominal



Fuente: PIP.

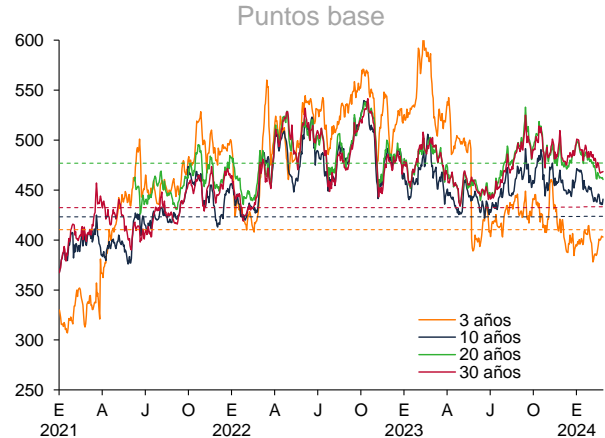
Gráfica 9
Tipo de cambio del peso mexicano
Pesos por dólar



Fuente: Bloomberg.

Las tasas de interés de los valores gubernamentales presentaron aumentos de hasta 32 puntos base a lo largo de toda la curva (Gráfica 10). Los rendimientos de instrumentos a tasa real presentaron incrementos de hasta 55 puntos base. En este contexto, las primas de compensación por inflación y riesgo inflacionario implícitas en los diferenciales entre las tasas nominales y reales de instrumentos de mercado presentaron disminuciones de hasta 20 puntos base (Gráfica 11). Estos movimientos ocurrieron en un entorno en el que las condiciones de operación mostraron una ligera mejora.

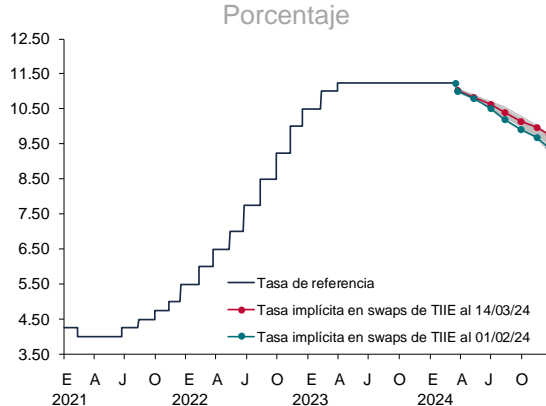
Gráfica 11
Compensación por inflación y riesgo
inflacionario implícita en las curvas de
tasas de valores gubernamentales^{1/}



^{1/} Las líneas horizontales se refieren a los respectivos promedios observados desde septiembre de 2008 a la fecha.
Fuente: PIP.

En lo que concierne a las expectativas de la trayectoria de la tasa de referencia de política monetaria, la información implícita en la curva de swaps de tasas de interés incorpora el primer recorte de 25 puntos base en marzo de 2024 y muestra una expectativa de 9.78% en la tasa objetivo al cierre de 2024 (Gráfica 12). De igual manera, la mayoría de los analistas encuestados por Citibanamex anticipa que el primer recorte de 25 puntos base se realice en marzo de 2024.

Gráfica 12
Tasa de fondeo implícita en la curva de swaps de TIEE



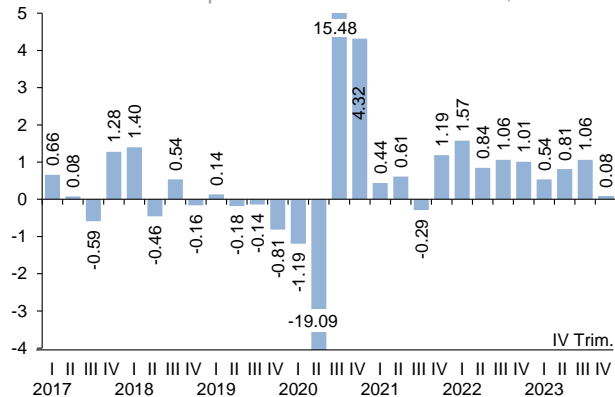
Nota: Las líneas grises representan el rango desde la última decisión de política monetaria.
Fuente: PIP.

A.2.2. Actividad económica en México

La economía mexicana exhibió una significativa desaceleración al cierre de 2023, al registrar una variación trimestral del PIB ajustada por estacionalidad de 0.08% (Gráfica 13). Si bien la información para el primer trimestre de 2024 es limitada, se prevé que en dicho periodo la actividad económica haya mostrado mayor dinamismo en relación con la debilidad del cuarto trimestre de 2023.

Gráfica 13
Producto Interno Bruto

Variaciones porcentuales trimestrales, a. e.

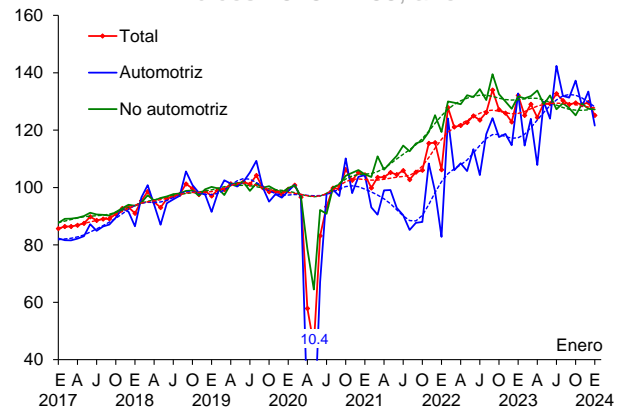


a. e. / Cifras con ajuste estacional. Se acotó el rango de la gráfica para facilitar la lectura.
Fuente: Sistema de Cuentas Nacionales de México (SCNM), INEGI.

En lo que respecta a la evolución de la demanda interna, la información disponible al cuarto trimestre de 2023 indica que el consumo privado mantuvo una tendencia al alza, como reflejo de una moderada trayectoria positiva del consumo de bienes y servicios de origen nacional, al tiempo que el consumo de bienes de origen importado permaneció en niveles altos. Por su parte, la inversión fija bruta frenó el dinamismo mostrado en trimestres anteriores. En el interior de este indicador, el componente de maquinaria y equipo exhibió una importante desaceleración, en tanto que la inversión en construcción presentó una ligera contracción. En cuanto a la demanda externa, a inicios de 2024 el valor de las exportaciones manufactureras disminuyó y se mantuvo con atonía. Ello fue resultado de una disminución de los envíos automotrices y de un estancamiento del agregado con el resto de exportaciones manufactureras (Gráfica 14).

Gráfica 14
Exportaciones manufactureras totales

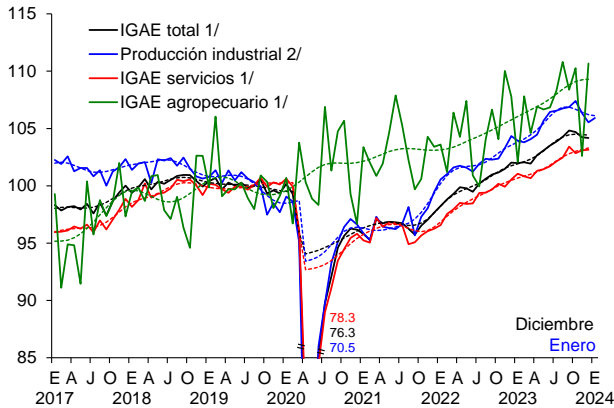
Índices 2019 = 100, a. e.



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

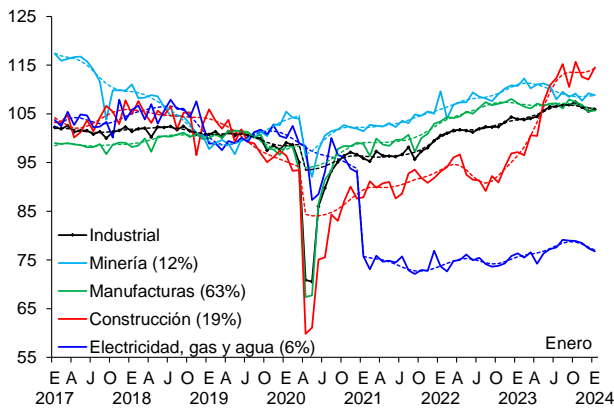
Por el lado de la producción, al cierre de 2023 los servicios presentaron atonía y un comportamiento diferenciado entre sus sectores (Gráfica 15). Por su parte, en enero de 2024 la producción industrial aumentó de manera moderada, luego de dos meses de disminuciones mensuales (Gráfica 16). En su interior, la construcción creció y permaneció en niveles históricamente elevados. Las manufacturas crecieron en el margen, si bien se mantuvieron débiles.

Gráfica 15
Indicadores de actividad económica
Índices 2019 = 100, a. e.



a. e. / Serie con ajuste estacional y serie de tendencia. La primera se representa con la línea sólida y la segunda con la punteada. Se acotó el rango de la gráfica para facilitar la lectura.
1/ Cifras a diciembre de 2023.
2/ Cifras a enero de 2024 del Indicador Mensual de la Actividad Industrial.
Fuente: Sistema de Cuentas Nacionales de México (SCNM), INEGI.

Gráfica 16
Actividad industrial^{1/}
Índices 2019 = 100, a. e.

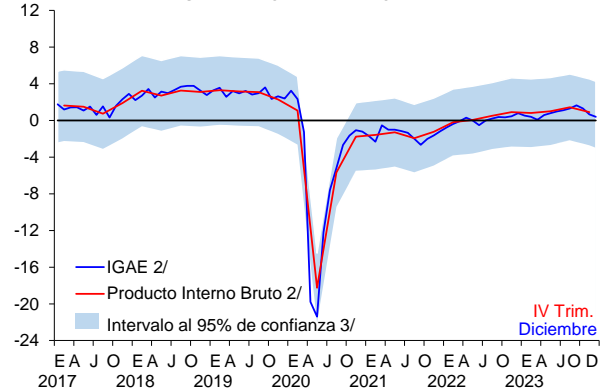


a. e. / Serie con ajuste estacional y serie de tendencia. La primera se representa con la línea sólida y la segunda con la punteada.
1/ Las cifras entre paréntesis corresponden a su participación en el total en 2018.
Fuente: Sistema de Cuentas Nacionales de México (SCNM), INEGI.

En cuanto a la posición cíclica de la economía, derivado de la desaceleración de la economía registrada en el cuarto trimestre de 2023, la estimación puntual de la brecha del producto disminuyó en el margen, si bien permaneció en terreno positivo y continuó sin ser distinta de cero desde un punto de vista estadístico (Gráfica 17). En enero de 2024, el mercado laboral siguió mostrando fortaleza. En particular, con cifras desestacionalizadas las tasas de desocupación nacional y urbana se situaron en niveles bajos,

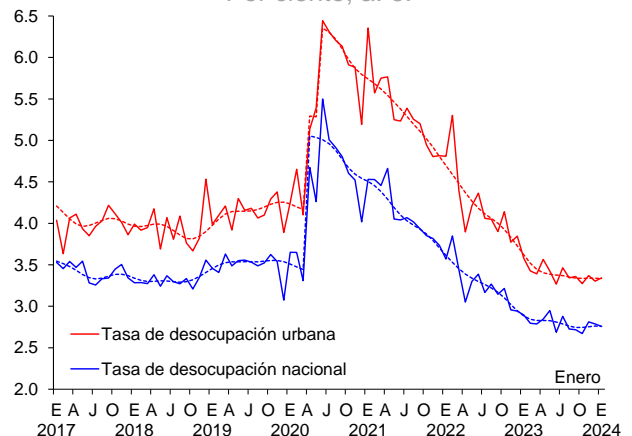
similares a los registrados en diciembre de 2023 (Gráfica 18). En febrero de 2024, la creación de empleo formal afiliado al IMSS continuó expandiéndose, de acuerdo con datos ajustados por estacionalidad. Finalmente, en enero de 2024 el costo unitario de la mano de obra en el sector manufacturero disminuyó, aunque mantuvo en niveles relativamente elevados (Gráfica 19).

Gráfica 17
Estimaciones de la brecha del producto^{1/}
Porcentajes del producto potencial, a. e.



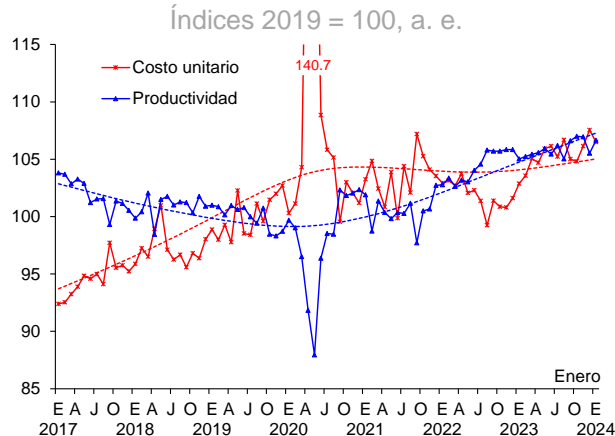
a. e. / Elaboración a partir de cifras con ajuste estacional.
1/ Estimadas con el filtro de Hodrick-Prescott con corrección de colas; ver Banco de México (2009), "Informe sobre la Inflación, Abril-Junio 2009", pág.74.
2/ Cifras del PIB al cuarto trimestre de 2023 y del IGAE a diciembre de 2023.
3/ Intervalo de confianza de la brecha del producto calculado con un método de componentes no observados.
Fuente: Elaboración de Banco de México con información del INEGI.

Gráfica 18
Tasa de desocupación nacional y tasa de desocupación urbana
Por ciento, a. e.



a. e. / Serie con ajuste estacional y serie de tendencia. La primera se representa con la línea sólida y la segunda con la punteada.
Fuente: Elaboración de Banco de México con información de la ENOE, ETOE (de abril a junio de 2020) y ENOE nueva edición (ENOE^N) (de julio a diciembre de 2022).

Gráfica 19
Productividad y costo unitario de la mano de obra en el sector manufacturero^{1/}
 Índices 2019 = 100, a. e.



a. e. / Serie con ajuste estacional y serie de tendencia. La primera se representa con la línea sólida y la segunda con la punteada. Se acotó el rango de la gráfica para facilitar la lectura.

1/ Productividad con base en las horas trabajadas.

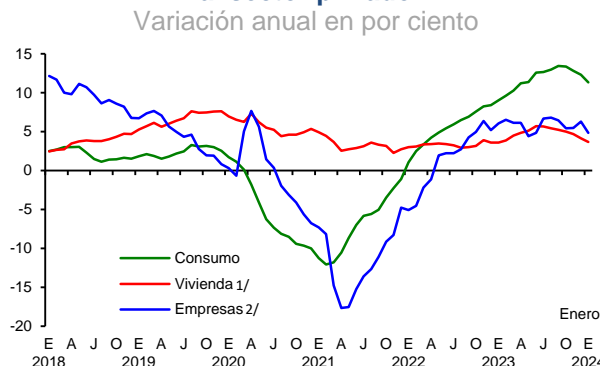
Fuente: Elaboración de Banco de México a partir de información desestacionalizada de la Encuesta Mensual de la Industria Manufacturera y de los indicadores de la actividad industrial del Sistema de Cuentas Nacionales de México, INEGI.

En enero de 2024, el financiamiento interno al sector privado mostró cierta moderación en su ritmo de crecimiento, tras haber exhibido dinamismo en 2023. En su interior, el crédito de la banca comercial a empresas y a hogares redujo ligeramente su ritmo de expansión respecto de meses previos (Gráfica 20). No obstante, se continuaron observando tasas elevadas de crecimiento en varios segmentos, especialmente en el del crédito al consumo.

En lo relacionado con el costo de financiamiento, las tasas de interés del crédito bancario a las empresas no registraron cambios significativos en enero de 2024, de manera que permanecieron en niveles elevados. Sin embargo, los márgenes de intermediación del crédito en este segmento continuaron ubicándose en general en niveles inferiores a los observados antes de la pandemia. Por otra parte, las tasas de interés del crédito a la vivienda permanecieron en un nivel similar al observado previo a la emergencia de salud. Por último, en el interior del crédito al consumo, las tasas de interés de las tarjetas de crédito continuaron aumentando ligeramente en octubre de 2023, de manera que se han ido ajustando con rezago a los cambios en la tasa de referencia. Por su parte, las tasas asociadas con créditos de nómina se han mantenido relativamente estables desde agosto de 2021.

En cuanto a la calidad de la cartera, los índices de morosidad del crédito bancario al sector privado siguieron ubicándose en niveles bajos en enero de 2024. En el caso de la cartera de consumo, dichos indicadores presentaron aumentos en el mes, prolongando la tendencia ascendente observada desde la primera mitad de 2023. Pese a ello, siguen registrando niveles inferiores a los observados antes del inicio de la pandemia.

Gráfica 20
Crédito vigente de la banca comercial al sector privado
 Variación anual en por ciento



1/ Cifras ajustadas por traspasos y reclasificaciones de créditos en cartera directa e incorporación de algunas sofomes reguladas a la estadística de crédito.

2/ Cifras ajustadas por efecto cambiario.

Fuente: Banco de México

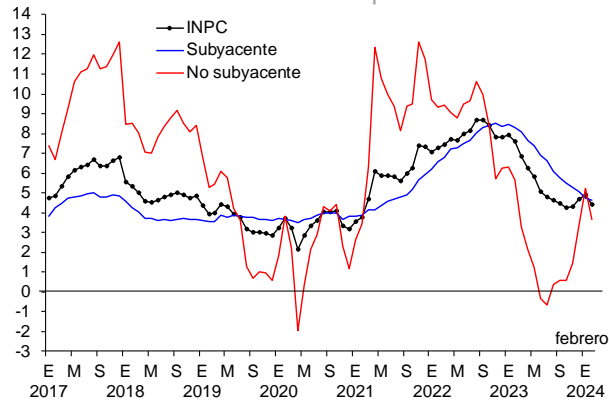
A.2.3. Comportamiento y perspectivas de la inflación

Entre enero y febrero de 2024, la inflación general anual disminuyó de 4.88 a 4.40%. Este resultado se debió, principalmente, a la reducción de la inflación no subyacente, aunque la subyacente también contribuyó a la baja (Gráfica 21 y Cuadro 1).

La inflación subyacente anual se redujo de 4.76 a 4.64% entre enero y febrero de 2024. Este desempeño reflejó el descenso que continuó presentando la inflación anual de las mercancías, mientras que la de los servicios siguió sin exhibir un punto de inflexión a la baja (Gráfica 22). En las fechas referidas, la inflación anual de las mercancías disminuyó de 4.37 a 4.11%, con lo que ha acumulado quince meses decreciendo. En particular, la inflación anual de las mercancías alimenticias se redujo de 5.54 a 5.25% y la de las no alimenticias de 2.97 a 2.75% (Gráfica 23). Por su parte, la inflación anual de los servicios aumentó de 5.25 a 5.30% en el mismo lapso, todavía afectada por presiones relacionadas con costos de operación

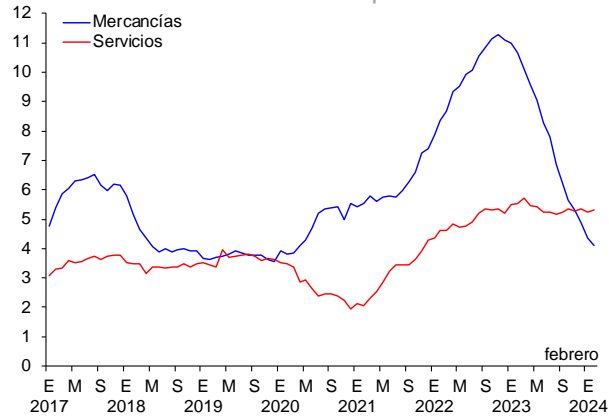
y su traspaso a los precios al consumidor. En su interior, la inflación anual de la vivienda se incrementó de 3.64 a 3.73% y la de los servicios distintos a educación y vivienda de 6.29 a 6.36%. La inflación anual de la educación mantuvo niveles elevados, si bien entre los meses señalados se redujo de 6.63 a 6.39%.

Gráfica 21
Índice Nacional de Precios al Consumidor
Variación anual en por ciento



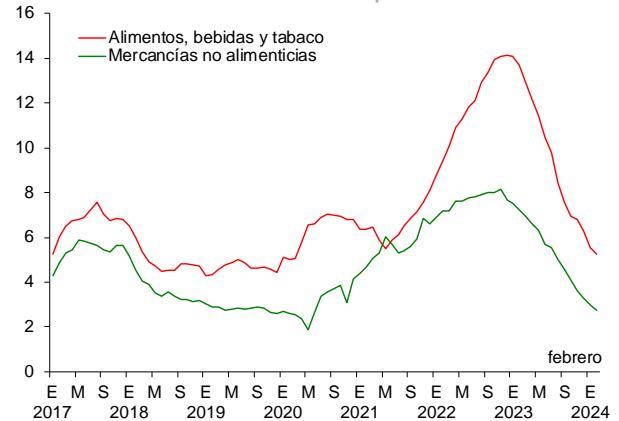
Fuente: INEGI.

Gráfica 22
Subíndice subyacente de las mercancías y servicios
Variación anual en por ciento



Fuente: INEGI.

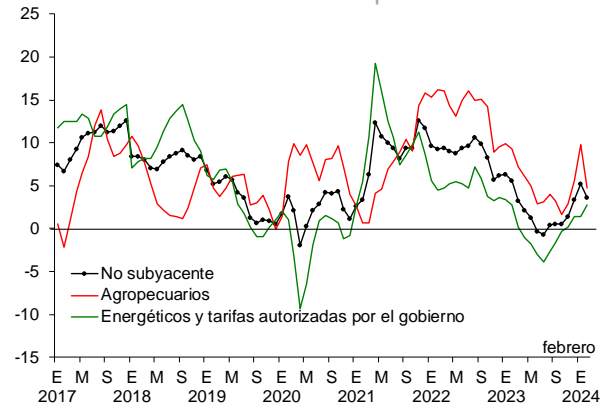
Gráfica 23
Subíndice subyacente de las mercancías
Variación anual en por ciento



Fuente: INEGI.

Entre enero y febrero de 2024, la inflación no subyacente anual disminuyó de 5.24 a 3.67% como resultado de la reducción de 9.75 a 4.77% que registró la inflación anual de los productos agropecuarios (Gráfica 24 y Cuadro 1). En el interior de este último componente, la inflación anual de las frutas y verduras descendió de 21.78 a 15.00% y la de los productos pecuarios de -0.19 a -3.23%. En contraste, la inflación anual de los productos energéticos se elevó de 0.21 a 2.28% en igual periodo impulsada, principalmente, por el aumento de 2.12 a 3.86% en la variación anual del precio de la gasolina y de -7.59 a -2.18% en la del gas L.P.

Gráfica 24
Índice de precios no subyacente
Variación anual en por ciento



Fuente: INEGI.

Respecto de las expectativas de inflación provenientes de la encuesta que levanta el Banco de México entre especialistas del sector privado, entre enero y febrero de 2024 la mediana correspondiente a la inflación general para el cierre de 2024 se redujo de 4.17 a 4.10%, mientras que la correspondiente al componente subyacente se mantuvo estable en 4.06%. Por su parte, las expectativas de inflación para el cierre de 2025 disminuyeron marginalmente. La mediana para el índice general pasó de 3.71 a 3.70% y la del componente subyacente de 3.72 a 3.69%. A su vez, las medianas de las expectativas de inflación general para los siguientes cuatro años se ajustaron ligeramente a la baja, al pasar de 3.70 a 3.68% tanto para la inflación general como para la subyacente. Las medianas de las expectativas de inflación general y subyacente para el largo plazo (5 a 8 años) permanecieron estables en 3.50%. Finalmente, la compensación por inflación y riesgo inflacionario disminuyó respecto del nivel observado en la última decisión. En su interior, las expectativas de inflación implícitas en instrumentos de mercado

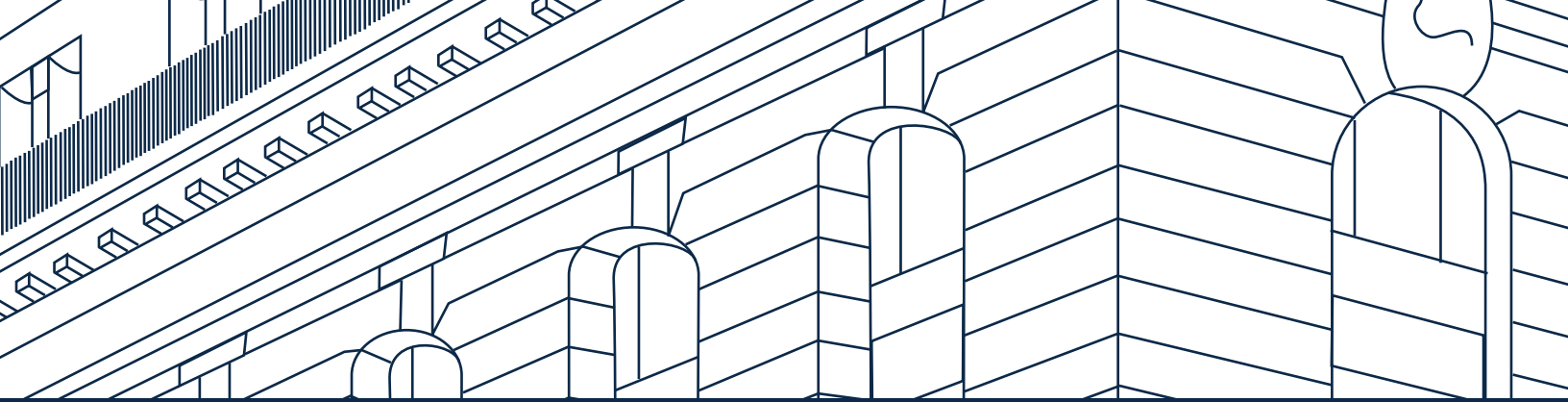
se redujeron ligeramente. De igual forma, la prima por riesgo inflacionario mostró un ajuste a la baja.

Se sigue anticipando que la inflación general converja a la meta en el segundo trimestre de 2025. Esta previsión está sujeta a riesgos. Al alza: i) persistencia de la inflación subyacente; ii) depreciación cambiaria; iii) mayores presiones de costos; iv) que la economía muestre una resiliencia mayor a la esperada; v) afectaciones climáticas; y vi) escalamiento de conflictos geopolíticos. A la baja: i) una desaceleración de la economía global mayor a la anticipada; ii) un menor traspaso de algunas presiones de costos; y iii) que los niveles más bajos del tipo de cambio en relación con los primeros meses del año pasado contribuyan más que lo anticipado a mitigar ciertas presiones sobre la inflación. Se considera que el balance de riesgos respecto de la trayectoria prevista para la inflación en el horizonte de pronóstico se mantiene sesgado al alza.

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

Concepto	Diciembre 2023	Enero 2024	Febrero 2024
INPC	4.66	4.88	4.40
Subyacente	5.09	4.76	4.64
Mercancías	4.89	4.37	4.11
Alimentos, bebidas y tabaco	6.25	5.54	5.25
Mercancías no alimenticias	3.28	2.97	2.75
Servicios	5.33	5.25	5.30
Vivienda	3.64	3.64	3.73
Educación (colegiaturas)	6.60	6.63	6.39
Otros servicios	6.46	6.29	6.36
No subyacente	3.39	5.24	3.67
Agropecuarios	5.66	9.75	4.77
Frutas y verduras	11.68	21.78	15.00
Pecuarios	0.68	-0.19	-3.23
Energéticos y tarifas aut. por gobierno	1.46	1.41	2.75
Energéticos	0.06	0.21	2.28
Tarifas autorizadas por gobierno	4.82	4.29	3.87

Fuente: INEGI.



BANCO DE MÉXICO®

Documento publicado el 4 de abril de 2024

