

BANCO DE MÉXICO®

## Minuta número 99

Reunión de la Junta de Gobierno del Banco de México, con motivo de la  
decisión de política monetaria anunciada el 30 de marzo de 2023





## 1. LUGAR, FECHA Y ASISTENTES

**1.1. Lugar:** Reunión celebrada por enlaces virtuales.

**1.2. Fecha de la sesión de la Junta de Gobierno:** 29 de marzo de 2023.

### 1.3. Asistentes:

Victoria Rodríguez Ceja, Gobernadora.  
Galia Borja Gómez, Subgobernadora.  
Irene Espinosa Cantellano, Subgobernadora.  
Jonathan Ernest Heath Constable, Subgobernador.  
Omar Mejía Castelazo, Subgobernador.  
Gabriel Yorio González, Subsecretario de Hacienda y Crédito Público.  
Elías Villanueva Ochoa, Secretario de la Junta de Gobierno.

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

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

### *Entorno Externo*

**La mayoría destacó que en el primer trimestre del año la actividad económica global exhibió una recuperación respecto del cuarto trimestre de 2022, mostrando un dinamismo mayor al previsto. Agregó que los mercados laborales de diversas economías siguieron mostrando señales de apretamiento. Uno** puntualizó que en las economías avanzadas los salarios nominales continuaron creciendo a tasas relativamente altas, si bien en términos reales muestran variaciones anuales negativas.

**La mayoría mencionó que en las semanas posteriores a la última reunión de política monetaria las perspectivas de crecimiento global para 2023 se revisaron ligeramente al alza. Sin embargo, señaló que estas continuaron apuntando hacia una desaceleración. Indicó que disminuyó la probabilidad de observar una recesión este año. Uno** agregó que se mantienen las previsiones de una recuperación económica para 2024. Entre los riesgos globales, **otro** destacó el agravamiento de las tensiones geopolíticas y condiciones financieras más apretadas.

**La mayoría mencionó que la inflación global permanece en niveles elevados, si bien la general**

**continuó disminuyendo en un amplio número de economías. Atribuyó esta reducción a los menores precios de las materias primas, particularmente de los energéticos. Uno** agregó los menores costos marítimos y la moderación de las presiones en las cadenas globales de suministro. **Otro** señaló el desvanecimiento, si bien moderado, de algunas presiones sobre los precios de mercancías que excluyen alimentos y energía.

**La mayoría alertó que a nivel global la inflación subyacente muestra persistencia. Algunos** notaron que este comportamiento del componente subyacente se está dando en un contexto de expansión económica y fortaleza del mercado laboral. **Algunos** destacaron la contribución del componente de servicios a la persistencia de la inflación subyacente. Consideraron que, dada la resistencia a disminuir de esta última, la convergencia de la inflación a los objetivos de los bancos centrales de la mayoría de las economías, prevista para finales de 2024 y principios de 2025, permanece incierta.

**Uno** reflexionó sobre los efectos asimétricos que, durante este episodio, han tenido los choques globales sobre los sectores económicos. Señaló que inicialmente los servicios experimentaron una contracción en su actividad y una caída en sus precios relativos, mientras que lo contrario sucedió con las mercancías. Resaltó que actualmente la actividad de los servicios se está recuperando y sus precios se han visto presionados al alza, en contraposición a lo que ocurre con las mercancías que han comenzado a normalizarse, lo cual explica por qué algunas presiones inflacionarias son comunes entre distintas economías. Asimismo, consideró que estos movimientos no están perfectamente sincronizados, lo que sigue causando heterogeneidad y retos para la política monetaria. En este contexto, estimó que, en ausencia de choques de magnitud similar, es factible regresar a patrones similares a los observados antes de la pandemia. No obstante, advirtió que los potenciales efectos de largo plazo de los choques son inciertos y deben monitorearse.

**Todos hicieron referencia a los acontecimientos que, a partir de la segunda semana de marzo, se suscitaron en los sistemas bancarios de Estados Unidos y Europa, así como a las preocupaciones sobre la estabilidad financiera. Uno** resaltó que estas se originaron con la quiebra de ciertos bancos comerciales regionales en Estados Unidos y las posteriores dificultades de un banco suizo de importancia sistémica global. Detalló que uno de estos bancos estadounidenses mantenía inversiones elevadas en instrumentos de renta fija de larga

duración y que los demás bancos afectados tenían una alta proporción de depositantes con saldos por encima del límite cubierto por el seguro de depósitos. Opinó que lo anterior, junto con una gestión inadecuada de riesgos, había dejado a tales instituciones en una posición vulnerable. **Otro** precisó que el apretamiento monetario no originó los problemas de estas instituciones. Explicó que las nuevas condiciones financieras solo evidenciaron sus vulnerabilidades, así como la necesidad de reforzar la supervisión y el cumplimiento de los estándares de administración de riesgos.

**La mayoría destacó que las autoridades financieras de los países involucrados adoptaron medidas para fortalecer la confianza en el sector bancario, como la provisión de liquidez y el incremento en los seguros de depósitos. Agregó que las autoridades comunicaron estar preparadas para usar todas sus herramientas para mantener la solidez del sistema bancario.**

**Todos notaron que los acontecimientos en los sistemas bancarios de Estados Unidos y Europa propiciaron una mayor aversión al riesgo y elevada volatilidad en los mercados financieros internacionales. La mayoría mencionó que, en este contexto, las tasas de interés de valores gubernamentales, principalmente de corto plazo, se ajustaron a la baja y que el dólar estadounidense se fortaleció. Algunos** agregaron que los índices accionarios cayeron. **Uno** notó que los mercados emergentes mostraron un desempeño predominantemente negativo, con depreciaciones cambiarias y mayores primas por riesgo. Añadió que esto último generó un apretamiento en las condiciones financieras. **Otro** externó su preocupación por eventos adicionales que pudieran generar inestabilidad en el sistema financiero internacional y, por lo tanto, un aumento en la aversión al riesgo a nivel global.

**Algunos** señalaron que, ante la mayor incertidumbre sobre la estabilidad financiera, las expectativas de las posturas monetarias de diversas economías avanzadas, como la estadounidense, registraron volatilidad. **Uno** precisó que, previamente, a lo largo de febrero y principios de marzo, estas expectativas se habían incrementado ante la agudización de las preocupaciones sobre la inflación. Puntualizó que en el caso de la Reserva Federal, analistas y mercados habían incorporado un incremento de 50 puntos base para la decisión de marzo. Agregó que posteriormente, en efecto, frente a los riesgos para la estabilidad financiera, tales expectativas presentaron ajustes abruptos a la baja. Apuntó que mercados y analistas llegaron a considerar la

posibilidad de una pausa para la decisión de marzo de la Reserva Federal.

**La mayoría destacó que, a pesar de las preocupaciones sobre la estabilidad financiera, diversos bancos centrales de economías avanzadas continuaron incrementando sus tasas de referencia. Todos comentaron que en su reunión de marzo la Reserva Federal ajustó al alza el rango objetivo para la tasa de fondos federales en 25 puntos base. La mayoría resaltó que esta institución anticipó que un incremento adicional podría ser necesario. Algunos** señalaron que el comunicado mencionó que es probable que los eventos en el sector bancario provoquen una mayor astringencia crediticia, lo que influirá en la evolución de la actividad, el empleo y la inflación. **Uno** resaltó que la comunicación de ese Instituto apunta a que se está transitando a la etapa final del ciclo alcista. **Otro** subrayó que su presidente declaró que no se prevén recortes en 2023. **La mayoría señaló que los mercados esperan para este año una postura menos restrictiva que la que anticipa la Reserva Federal. Uno** resaltó que esta disparidad podría representar un riesgo. **Otro** alertó que la divergencia entre las expectativas del mercado y la comunicación del banco central es un fenómeno que se observa a nivel global.

**Algunos** enfatizaron que autoridades monetarias, como el Banco Central Europeo y la Reserva Federal, afirmaron que el instrumento adecuado para combatir la inflación es la tasa de referencia, mientras que las facilidades de liquidez y otros instrumentos son los indicados para afrontar problemas de estabilidad financiera. **Sobre este tema, la mayoría de los miembros coincidieron en que la política monetaria, en efecto, debe enfocarse en procurar una inflación baja y estable, mientras que la estabilidad financiera debe alcanzarse mediante otras herramientas. Algunos** argumentaron que no es posible atender el problema inflacionario y el de estabilidad financiera utilizando el mismo instrumento. **Uno** reconoció que la insolvencia de algunos bancos estadounidenses representa retos para la política monetaria. Sin embargo, puntualizó que sería erróneo utilizar la tasa de referencia para mitigar riesgos financieros a costa del combate a la inflación. Consideró indispensable comunicar que la prioridad de los bancos centrales es la estabilidad de precios. **Otro** arguyó que la estabilidad financiera, al igual que la de precios, es un bien público fundamental para el bienestar de la población. Expuso que las herramientas apropiadas para procurar la estabilidad financiera son: a) una regulación y supervisión macroprudencial enfocada en contener la acumulación de vulnerabilidades; b) la identificación oportuna de factores de riesgo; c) la

coordinación entre autoridades financieras; y d) facilidades de liquidez a las cuales puedan acudir las instituciones financieras durante periodos de estrés. **Uno** consideró que las interrupciones en la estabilidad financiera demandan cautela en el diagnóstico del problema y su monitoreo, así como en la respuesta de política requerida.

### **Actividad Económica en México**

**La mayoría señaló que la economía mexicana siguió expandiéndose, si bien a un ritmo moderado. Uno** detalló que ha mostrado resiliencia ante un entorno externo complejo. **Algunos** precisaron que persiste heterogeneidad entre sectores. **Uno** añadió que en enero las cifras desestacionalizadas del IGAE reflejaron una caída mensual en las actividades primarias, mientras que las terciarias repuntaron y las secundarias permanecieron sin cambio. **Otro** indicó que se anticipa que la economía continúe creciendo de manera moderada. **Algunos** argumentaron que las condiciones de holgura siguen estrechándose. **Uno** apuntó que actualmente la brecha de producto no es estadísticamente distinta de cero. **Otro** comentó que la posición cíclica de la economía permanece en un nivel similar al del cierre de 2022.

**Algunos** mencionaron que la producción industrial mostró un estancamiento a inicios de este año. Para ese mismo periodo, **algunos** señalaron que la construcción registró un retroceso. **Uno** agregó que, aunque este sector había mostrado cierta reactivación en diciembre, en enero revirtió parcialmente estos avances, por lo que desde una perspectiva de mediano plazo luce estancado. Agregó que solo las grandes obras públicas de la administración le han dado un impulso importante. Por otra parte, **otro** notó cierta reactivación de la producción manufacturera y de la generación de electricidad. Detalló que las manufacturas que excluyen equipo de transporte se expandieron, mientras que el resto mostró una contracción. Añadió que las de equipo de transporte aún se encuentran por debajo de sus niveles previos a la pandemia. **Algunos** indicaron que los subsectores de manufacturas más integrados a las cadenas globales de producción exhiben el mayor dinamismo, mientras que aquellos subsectores más vinculados al ámbito doméstico han enfrentado una mayor atonía. En relación con el sector de los servicios, precisaron que recientemente seis de sus nueve subsectores han seguido creciendo. No obstante, **uno** especificó que las actividades comerciales, que habían liderado este crecimiento, han mostrado cierta desaceleración.

**Por el lado de la demanda, la mayoría resaltó la expansión que mostró el consumo privado al**

**cierre del año pasado. Enfatizó la mejoría en el consumo de servicios. Algunos** puntualizaron que indicadores oportunos, como la confianza del consumidor, la masa salarial y las remesas, sugieren que esta dinámica continuó en los primeros meses del 2023. No obstante, **uno** detalló que el consumo de bienes no duraderos se ha estancado en sus últimas lecturas, mientras que el de semiduraderos y duraderos se ha contraído, mitigando el cambio en los patrones de consumo observado a raíz de la pandemia. **En cuanto a la inversión, la mayoría destacó que esta sigue exhibiendo una mejoría. Algunos** señalaron que esta se sustenta en el componente de maquinaria y equipo. Sin embargo, **uno** alertó que la inversión aún presenta un rezago respecto de sus niveles máximos de mediados de 2018, si bien se sitúa cerca de los niveles previos a la pandemia. **Otro** mencionó que la inversión en construcción no residencial mantiene una tendencia ascendente ubicándose por encima de su nivel de febrero de 2020, mientras que la residencial se ha estancado, encontrándose aún por debajo de ese nivel. **Uno** opinó que garantizar las condiciones para que el país aproveche lo más posible la reconfiguración de las cadenas globales de producción daría mayor impulso a la producción nacional, coadyuvando a contrarrestar la debilidad cíclica que se prevé en la demanda externa. En relación con las exportaciones, **algunos** notaron que en el periodo enero-febrero, las manufactureras mostraron cierta debilidad. **Uno** señaló que la demanda externa ha presentado un menor dinamismo y que se observó el mayor déficit comercial del que se tiene registro para un bimestre enero-febrero.

**Todos coincidieron en que el mercado laboral muestra fortaleza. La mayoría apuntó que las condiciones en este mercado muestran señales de apretamiento. Detalló que la tasa de participación laboral continuó aumentando, mientras que la desocupación permaneció en niveles bajos. Algunos** especificaron que las tasas de desocupación se encuentran en mínimos históricos. **Uno** notó que el empleo ha aumentado a un mayor ritmo que la tasa de participación laboral. **Otro** advirtió sobre la escasez de mano de obra calificada en algunas regiones del país.

**La mayoría resaltó la magnitud relativamente elevada de las revisiones salariales. Uno** puntualizó que las revisiones de los salarios contractuales de empresas privadas alcanzaron niveles del 8.6%. Señaló que el crecimiento anual del salario de los asegurados en el IMSS ha permanecido en niveles superiores al 11%. Agregó que el incremento del salario mínimo explica una fracción creciente del aumento del salario base de

cotización. Sin embargo, **otro** opinó que los salarios no parecen mostrar un comportamiento atípico tomando en cuenta la evolución de sus determinantes tradicionales, como la inflación, la dinámica del mercado laboral y el crecimiento de la productividad. Asimismo, consideró que las tasas observadas de crecimiento de los salarios obedecen más a una recuperación del salario real, el cual apenas se ubica 1.8% por encima de lo registrado en el último trimestre de 2019.

### **Inflación en México**

**Todos consideraron que el panorama inflacionario sigue siendo complejo e incierto, si bien reconocieron que algunas presiones están moderándose. La mayoría detalló que las presiones provenientes del exterior han disminuido. Uno** recordó que para resolver el problema inflacionario en México es necesario que las presiones externas cedan, si bien recalcó que dicha condición no es suficiente. **Algunos** mencionaron que ahora las presiones internas se presentan como un reto, en especial aquellas que afectan a los precios de los servicios.

**La mayoría señaló que la inflación general anual ha disminuido debido a la evolución del componente no subyacente, mientras que la inflación subyacente se ha ajustado a la baja de manera gradual. Algunos** recordaron que ya desde septiembre de 2022 la inflación general anual había venido descendiendo. **La mayoría mencionó que en la primera quincena de marzo, las inflaciones general y subyacente se ubicaron en 7.12% y 8.15%, respectivamente.**

**La mayoría señaló que la inflación subyacente continúa mostrando persistencia, manteniéndose en niveles elevados. Uno** indicó que, si bien el componente subyacente aún no muestra un claro punto de inflexión a la baja, en noviembre pasado interrumpió su tendencia ascendente y sus cifras han estado en línea con lo previsto. **Otro** argumentó que estimaciones donde se ponderan las variaciones mensuales más recientes de este componente, sugieren que este se encuentra próximo a seguir una tendencia decreciente. Agregó que la inflación subyacente fundamental e indicadores más relacionados con factores de oferta pudieran ya haber alcanzado su punto de inflexión. **Uno** apuntó que la inflación más relacionada con los salarios mostró una reducción en el margen. Detalló que dentro de este indicador seis de los 36 genéricos que lo componen contribuyeron con cerca de 63% de su variación anual en la primera quincena de marzo, mientras que la contribución de los 30 genéricos restantes mostró un descenso marginal. Por ello, opinó que el incremento registrado en este índice no

ha sido generalizado. **Otro** indicó que se observa una mejora en los precios al productor, por lo que hay menos presiones de traspaso de costos a los precios al consumidor.

**Todos mencionaron que la inflación de mercancías siguió disminuyendo. La mayoría destacó, en particular, la reducción de la de productos alimenticios. Algunos** consideraron que las variaciones mensuales desestacionalizadas de las mercancías ya muestran una clara tendencia a la baja. **Algunos** notaron la reducción en el porcentaje de genéricos de mercancías alimenticias con variaciones mensuales anualizadas ajustadas por estacionalidad de doble dígito. **Uno** detalló que, por primera vez desde principios del año pasado, el porcentaje de dichos genéricos que muestran variaciones mensuales anualizadas de precios por arriba de 10% se ubica por debajo de 50%, mientras que el de las mercancías no alimenticias continúa disminuyendo, situándose actualmente alrededor de 13.6%. En el interior de las mercancías alimenticias, **otro** resaltó las menores variaciones anuales de los precios de los derivados del maíz, trigo y lácteos.

**La mayoría destacó la tendencia alcista de la inflación anual de los servicios. Uno** señaló que, si bien la aceleración de la inflación de los servicios no es excesiva, la variación anual de este índice está consolidándose en niveles altos. **Algunos** detallaron que la de servicios distintos a la vivienda y educación aumentó nuevamente en la primera quincena de marzo. **Uno** puntualizó que, al considerar las variaciones mensuales desestacionalizadas, se observa cierta estabilización en la inflación de educación y vivienda, pero la inflación del resto de los servicios mantiene una tendencia al alza. **Otro** opinó que varios de los incrementos en los precios de los servicios pudieran ser ajustes de una sola ocasión, como en el caso de servicios domésticos, educación superior o algunos otros servicios de cuidado personal, pero señaló que es necesario permanecer vigilantes principalmente de la inflación de los servicios distintos a vivienda y educación, debido a que estos incrementos están ocurriendo en un entorno donde la inflación ha permanecido elevada por dos años. **La mayoría destacó que los precios de diversos servicios muestran importantes incrementos derivados de los altos costos de sus insumos. Algunos** añadieron los incrementos en costos laborales. Mencionaron el salario mínimo y **uno** agregó las mayores primas vacacionales. **Otro** ahondó en que las cifras recientes de la inflación de servicios también reflejan la mitigación del cambio en los patrones de consumo ante la contención de la emergencia sanitaria y la posterior reapertura. En particular, detalló que parte del comportamiento de este componente obedece a

la recuperación de dicho sector y refleja incrementos de precios que probablemente en su momento se pospusieron ante la debilidad de la demanda. Al respecto, apuntó que la actividad de servicios alcanzó recientemente sus niveles previos a la pandemia.

**La mayoría mencionó que en la primera quincena de marzo la inflación no subyacente se ajustó a la baja, ubicándose en 4.15%. Indicó que dicha reducción obedeció a las disminuciones en sus componentes de bienes agropecuarios y energéticos.**

**Algunos** mencionaron que, de acuerdo con las encuestas, las expectativas de inflación para 2023 y 2024 aumentaron nuevamente. Sin embargo, **algunos** consideraron que las de corto plazo han mostrado cierta estabilización. **Uno** puntualizó que las correspondientes a los próximos 12 meses continuaron disminuyendo. **La mayoría señaló que las expectativas de mayor plazo se mantuvieron relativamente estables.** No obstante, **uno** alertó que las expectativas de inflación de todos los plazos se mantienen elevadas y por encima de la meta. En cuanto a las expectativas de inflación extraídas de instrumentos de mercado, **otro** destacó que la compensación por inflación permanece en niveles altos.

**La mayoría mencionó que los pronósticos de Banco de México para las inflaciones general y subyacente se ajustaron marginalmente. Señaló que se sigue anticipando que la inflación converja a la meta en el cuarto trimestre de 2024.** **Uno** puntualizó que solo para el primer y segundo trimestre de 2023 se revisaron a la baja los pronósticos de la inflación general y al alza los correspondientes al componente subyacente. **Otro** apuntó que la inflación no subyacente se ha ubicado por debajo de lo previsto. **Uno** notó que los pronósticos a lo largo del horizonte consideran la previsión de que los efectos de los choques de la pandemia y del conflicto bélico se desvanezcan gradualmente, así como las acciones de política monetaria que se han instrumentado.

**La mayoría argumentó que se prevé que las presiones inflacionarias continúen disminuyendo hacia delante.** **Uno** añadió que la reducción en la inflación de mercancías irá siendo más notoria y que posiblemente la inflación de los servicios se estabilice. Detalló que la mitigación que se ha observado en los choques globales que han afectado a algunos precios de servicios se reflejará eventualmente en este componente. Aseveró que, si bien los precios internacionales de los alimentos llevan algunos meses disminuyendo, fue hasta marzo que sus variaciones anuales se volvieron

negativas. En este contexto, consideró que hacia delante podría observarse una reducción más notoria de la inflación de las mercancías alimenticias y de los servicios de alimentación. Detalló que estos dos componentes explicaron el 64% del último dato de inflación.

**Entre los riesgos al alza para la inflación, la mayoría mencionó la persistencia del componente subyacente en niveles elevados.** **Algunos** apuntaron la posibilidad de mayores presiones de costos. **Uno** opinó que la inseguridad sigue incidiendo en los altos costos de distribución. Consideró que el estrechamiento de las condiciones de holgura ha incrementado la susceptibilidad de la inflación a nuevos choques de oferta y demanda. **Algunos** señalaron el riesgo inflacionario ante el apretamiento del mercado laboral. No obstante, **algunos** destacaron que, con base en estimaciones realizadas en el Banco de México, no se está observando una espiral precios-salarios. **Uno** agregó que el fenómeno de la relocalización de las cadenas productivas podría incrementar las presiones existentes en el mercado inmobiliario. **Otro** puntualizó que las tensiones en los mercados financieros provocadas por la quiebra de algunos bancos estadounidenses pudieran ser una fuente de volatilidad adicional en el mercado cambiario, que podría significar un riesgo para la inflación. **Uno** añadió la posibilidad de presiones en los precios de energéticos o agropecuarios. Al respecto, **otro** externó que las trayectorias previstas de inflación deben tomarse con cautela, debido a que se está suponiendo que el componente no subyacente, que no es susceptible a las acciones de política monetaria, se comportará favorablemente y por debajo de su media histórica. En cuanto a los riesgos a la baja, **uno** señaló una desaceleración de la economía global mayor a la anticipada. **La mayoría consideró que el balance de riesgos respecto de la trayectoria prevista para la inflación en el horizonte de pronóstico se mantiene sesgado al alza.**

### **Entorno Macrofinanciero**

**La mayoría señaló que los mercados financieros nacionales mostraron una elevada volatilidad, ante el incremento reciente en la aversión al riesgo a nivel global, derivado de los eventos señalados en los sistemas bancarios internacionales.** **Uno** opinó que tuvieron un comportamiento negativo. No obstante, **otro** apuntó que los mercados han operado de manera ordenada pese a la volatilidad. **La mayoría apuntó que el mercado accionario registró caídas.** **Algunos** destacaron la disminución del valor de las acciones

del sector financiero. **Uno** agregó la caída en las del sector de consumo discrecional.

**La mayoría indicó que el peso mexicano, después de exhibir una apreciación, en las últimas semanas registró volatilidad ante la mayor aversión al riesgo referida. Algunos** puntualizaron que frente a la mayor aversión al riesgo la moneda nacional revirtió parte de la apreciación registrada durante el año. **Uno** detalló que el ajuste cambiario se dio mediante una disminución en posiciones largas y un aumento en la demanda por coberturas ante el riesgo de una mayor depreciación, que fueron parcialmente compensadas por un incremento en las posiciones en instrumentos gubernamentales de corto y mediano plazo. **Otro** señaló que durante 2023 el peso acumula una apreciación de más del 6%. **Uno** mencionó que desde que inició el ciclo restrictivo el tipo de cambio real bilateral con Estados Unidos se ha apreciado alrededor de 7%, mientras que el multilateral ponderado por comercio lo ha hecho en cerca de 15%, lo que podría estar reflejando condiciones monetarias más apretadas. **Otro** precisó que en este periodo el tipo de cambio nominal alcanzó niveles que no se observaban desde 2017. Resaltó que desde una perspectiva de mayor plazo la moneda nacional sigue destacando entre las divisas de economías emergentes. **Uno** apuntó que las condiciones de operación del mercado cambiario se deterioraron recientemente. No obstante, **otro** notó que estas se mantuvieron estables la mayor parte del periodo. Añadió que, durante este episodio de volatilidad, no se observaron presiones ni en el mercado de fondeo en pesos, ni en el de dólares. Destacó que los factores que han propiciado la apreciación del peso aún prevalecen, por lo que se anticipa que, en ausencia de nuevos riesgos, este muestre mayor estabilidad.

**La mayoría señaló que, desde la última decisión, las tasas de interés de valores gubernamentales en México presentaron incrementos generalizados. Uno** detalló que inicialmente ante el incremento de 50 puntos base en la tasa de referencia de la reunión de febrero, la curva de rendimientos presentó un importante desplazamiento al alza. Agregó que, posteriormente, dicha curva presentó cierto ajuste a la baja, en línea con lo observado en el mercado de renta fija de Estados Unidos. **Otro** apuntó que las tasas en México se mantienen por arriba de los niveles registrados en la decisión previa. **Uno** detalló que las tasas mostraron aumentos de 67 puntos base en el corto plazo y de 52 puntos base en el largo plazo. **Algunos** indicaron que las primas por riesgo de incumplimiento crediticio se incrementaron. **Uno**

mencionó que, a pesar de lo anterior, las entradas de flujos al mercado de renta fija continuaron.

**Todos notaron que los acontecimientos en los sistemas bancarios estadounidense y europeo han tenido un impacto limitado sobre el sistema financiero nacional. La mayoría enfatizó que las instituciones bancarias del país no tienen exposición directa de crédito o deuda con las entidades extranjeras afectadas. Comentó que la banca mexicana cumple de manera holgada con los requerimientos regulatorios de liquidez y capitalización. Uno** destacó que en México, a diferencia de Estados Unidos, todos los bancos, independientemente de su tamaño, deben cumplir con dichos requerimientos. **Otro** apuntó que las políticas macroprudenciales instrumentadas en México durante las últimas dos décadas han permitido que, hasta el momento, el sistema financiero mexicano tenga la resiliencia necesaria para evitar contagios y contener cualquier indicio de inestabilidad. Señaló que, pese a esto, no habrá una postura complaciente ante algún posible riesgo. **Uno** agregó que el riesgo de pérdidas potenciales de la banca y casas de bolsa por incrementos de las tasas de interés ha disminuido. Mencionó que, si bien no se anticipan problemas de liquidez en el sistema bancario nacional, no puede descartarse un encarecimiento temporal en el financiamiento.

**Todos destacaron que, hacia delante, el Banco de México se mantendrá atento a la evolución de los eventos en los mercados financieros internacionales y cualquier posible impacto en el sistema financiero local. Uno** enfatizó que, gracias a los sólidos fundamentos macroeconómicos del país, la economía nacional se encuentra actualmente en una posición resiliente frente al difícil entorno económico por el que todas las economías están transitando. Sostuvo que la economía mexicana está en mejores condiciones que en el pasado para hacer frente a los riesgos asociados con una coyuntura externa caracterizada por condiciones financieras astringentes derivadas del ciclo de apretamiento monetario a nivel global, así como ante los retos asociados con la estabilidad del sistema financiero internacional que podrían tener como consecuencia un apretamiento aún mayor de las condiciones financieras globales.

**Algunos** indicaron que el crédito vigente de la banca comercial a empresas y a hogares ha continuado expandiéndose, especialmente el dirigido al consumo. **Uno** también destacó el aumento del crédito destinado a la vivienda. **Otro** señaló que la morosidad se sitúa en niveles bajos y estables. **Uno** apuntó que continúa registrándose un cambio en la tenencia de activos hacia aquellos de mayor plazo,



tanto por hogares como por empresas, reflejando los mayores rendimientos ofrecidos por estos instrumentos.

### **Política Monetaria**

**La Junta de Gobierno evaluó la magnitud y diversidad de los choques inflacionarios y sus determinantes, así como la evolución de las expectativas de mediano y largo plazos y el proceso de formación de precios. Consideró los retos ante el apretamiento de las condiciones financieras globales, el entorno de incertidumbre, la persistencia de las presiones inflacionarias acumuladas y la posibilidad de mayores afectaciones a la inflación, así como la postura monetaria que ya se ha alcanzado en este ciclo alcista. Con base en lo anterior, y con la presencia de todos sus miembros, decidió por unanimidad incrementar en 25 puntos base el objetivo para la Tasa de Interés Interbancaria a un día a un nivel de 11.25%. Con esta acción, se reduce el ritmo de incrementos y la postura de política monetaria se ajusta a la trayectoria que se requiere para que la inflación converja a su meta de 3% dentro del horizonte de pronóstico.**

**La Junta de Gobierno vigilará estrechamente las presiones inflacionarias, así como todos los factores que inciden en la trayectoria prevista para la inflación y en sus expectativas. Ello, con el objetivo de determinar una tasa de referencia congruente en todo momento, tanto con la convergencia ordenada y sostenida de la inflación general a la meta de 3% en el plazo en el que opera la política monetaria, como con un ajuste adecuado de la economía y de los mercados financieros. La Junta de Gobierno tomará su próxima decisión en función del panorama inflacionario, considerando la postura monetaria ya alcanzada.**

**Un miembro** argumentó que, tomando en cuenta todo lo expuesto, en esta reunión un incremento de 25 puntos base es apropiado ante: a) la evolución del panorama inflacionario; y b) la postura de política monetaria que ya se ha alcanzado. Sobre lo primero, reiteró que la evaluación del panorama inflacionario en su conjunto implica analizar el comportamiento observado y esperado de la inflación, así como de sus determinantes. Al respecto, consideró que este panorama, si bien continúa siendo complejo, es menos adverso en comparación con lo observado durante la mayor parte de 2022. Señaló que, desde la última decisión, ante la evolución del componente no subyacente, el comportamiento observado de la inflación general ha estado por debajo de lo anticipado. Añadió que el de la subyacente se ha situado en línea con lo previsto. Enfatizó que hacia

delante la trayectoria esperada de la inflación es similar a la que ya se anticipaba en la decisión previa. Notó que hasta el momento no se perciben efectos significativos de los problemas bancarios estadounidense y suizo sobre el panorama inflacionario nacional, si bien reconoció que la Junta deberá permanecer vigilante sobre ese tema. Subrayó que, en el margen, no se percibe un deterioro en la dinámica inflacionaria, si bien resaltó que esta sigue siendo compleja. Opinó que ello refuerza el caso de que el incremento en esta decisión sea de magnitud menor que en la decisión de febrero, como se mencionó en el comunicado anterior. Sobre el segundo elemento, reiteró que durante este periodo inflacionario el Banco de México ha actuado de manera oportuna y contundente. Apuntó que se han acumulado 700 puntos base de incrementos en la tasa de referencia y que en la segunda mitad de 2022 se logró una postura restrictiva, como lo amerita el entorno inflacionario. Así, consideró importante darle relevancia a la postura alcanzada. Ello tomando en cuenta que, para hacer frente a un contexto inflacionario complejo como el actual, el Instituto Central se encuentra actualmente con una postura aún más sólida y robusta que la que se tenía en la decisión previa. Argumentó que tomando en consideración lo señalado sobre el panorama inflacionario, el fortalecimiento adicional en dicha postura puede ser menor que el implementado en la reunión de febrero.

**Otro miembro** consideró que, si bien se ha observado un comportamiento positivo de la inflación, persisten presiones internas, principalmente en el componente subyacente y con una dinámica ascendente en el sector servicios. Opinó que hay tres fuentes de presiones internas: i) el crecimiento del consumo por encima de la expansión de la actividad económica; ii) el aumento de las presiones de costos provenientes del mercado laboral; y iii) expectativas de inflación elevadas. Frente a este entorno juzgó necesario reforzar la postura monetaria, si bien a un menor ritmo considerando la restricción alcanzada. Opinó que el principal riesgo sigue siendo que la inflación no disminuya a la velocidad necesaria para lograr la convergencia en el horizonte de planeación. Destacó que el comunicado de la decisión debería: i) reconocer que, si bien hay indicios de moderación en las presiones inflacionarias y la inflación se ubica en línea con lo previsto, tanto esta como sus expectativas se encuentran por encima de la meta; ii) enfatizar que debe apuntalarse la postura restrictiva para que la inflación subyacente disminuya a la velocidad requerida y que, ante las crecientes presiones internas, la trayectoria del componente de servicios será clave en las próximas decisiones; y iii)

destacar que el sistema bancario mexicano se encuentra sólido y reconocer que las tensiones en los mercados financieros internacionales podrían significar un mayor reto para la conducción de la política monetaria. Sobre la guía futura, señaló que el entorno de elevada incertidumbre obliga a actuar con cautela y favorecer una postura flexible. Apuntó que, con base en las previsiones, puede retirarse la mención sobre aumentos futuros, enfatizando que las decisiones dependerán de la evolución de los determinantes de la inflación, de sus trayectorias previstas a lo largo del horizonte de planeación y de sus expectativas. Añadió que debería señalarse que se espera que la postura monetaria se mantenga restrictiva durante todo el horizonte referido. Asimismo, compartió una reflexión sobre la necesidad inaplazable de realizar una evaluación integral de la política de comunicación del Instituto Central. Destacó los avances significativos implementados en años recientes, desde la revelación del sentido del voto de los miembros de la Junta de Gobierno y la publicación de la actualización de los pronósticos en cada decisión de política monetaria, hasta la inclusión de una guía futura en nuestros comunicados y la publicación de las versiones estenográficas de las versiones íntegras de las intervenciones de cada uno de los miembros en un plazo de tres años. Comentó que todo ello apunta en la dirección correcta de una mayor transparencia y rendición de cuentas. Enfatizó que la comunicación es tan importante como las decisiones sobre la tasa de referencia y que ambos elementos constituyen la herramienta para lograr una transmisión eficaz de la política monetaria. Por ello, en su opinión no puede pasar inadvertido el hecho de que, por segunda ocasión en 18 meses, la decisión de febrero pasado sorprendió al cien por ciento de analistas. Lo anterior, consideró debe conducir a realizar una evaluación de la política de comunicación, de su cumplimiento y de los resultados obtenidos, a fin de avanzar hacia una estrategia de comunicación que ponga en el centro los mensajes institucionales. Argumentó que dicha estrategia debe definir el rol de los miembros de la Junta de Gobierno en la transmisión de los mensajes institucionales, y proveer reglas específicas que, al tiempo que permitan compartir la diversidad de opiniones, establezcan bases sobre las cuales se mantenga como objetivo primordial la efectividad de la política monetaria.

**Un miembro** mencionó que para esta decisión es posible continuar con el apretamiento monetario como se tenía previsto. Aseveró que el contexto actual brinda la oportunidad de desacelerar el ritmo de aumento de la tasa de referencia y considerar la posibilidad de alcanzar la tasa terminal del ciclo actual de tasas. Destacó que desde la última

decisión el panorama inflacionario mejoró marginalmente debido principalmente a las menores presiones externas, lo que se espera constituya la materialización de una trayectoria descendente de la inflación. Al respecto, señaló que diversas presiones sobre la inflación justifican una postura restrictiva por cierto tiempo. Sin embargo, sostuvo que es momento de enfocarse en combatir presiones internas, especialmente en los precios de servicios. Enumeró factores que, en su opinión, serán clave para determinar la tasa terminal: i) que la inflación se ubique más cerca de su promedio histórico, como en las lecturas más recientes; ii) que la inflación subyacente consolide una tendencia descendente en las mercancías y se contenga la inflación de los servicios; iii) que las expectativas de corto y mediano plazos sean más estables y que gradualmente se acerquen a la meta; iv) que la incertidumbre asociada al balance de riesgos de la inflación disminuya, como marginalmente lo ha hecho; v) que los datos futuros validen la trayectoria esperada de la inflación y que su pronóstico tenga revisiones marginales; y vi) que el nivel restrictivo alcanzado sea consistente con la complejidad del actual fenómeno inflacionario. Destacó que este último es posiblemente el factor más importante. Estimó que en la próxima decisión se determinará si la evolución de los datos permite confirmar el nivel de 11.25% como tasa terminal o si se requerirá un ajuste adicional. Manifestó que, una vez alcanzado dicho nivel, en la siguiente fase del ciclo monetario la tasa deberá permanecer fija por el tiempo necesario para consolidar la convergencia de la inflación. Opinó que, durante dicha fase, debe mantenerse la postura restrictiva con una tasa real ex-ante alrededor del 7%, considerando que la reducción en la inflación esperada se traduce en incrementos de la tasa real ex-ante. Señaló que la comunicación del Banco de México deberá de ser lo más explícita posible evitando caer en una guía prospectiva que no sea lo suficientemente clara; por ello, el comunicado debe explicar con claridad la justificación de la decisión, así como las intenciones futuras, puntualizando que estas no representan un compromiso inamovible y que están condicionadas a los datos disponibles. Finalmente, enfatizó que es necesario transmitir que, con el ajuste propuesto, se estaría cerca de alcanzar el fin del ciclo de alzas, ello condicional a los datos.

**Otro miembro** apuntó que la inflación general ha disminuido lentamente y que el componente subyacente ha mostrado mayor persistencia. Con el aumento propuesto consideró que la trayectoria esperada para la inflación, así como el balance de riesgos asociado, son consistentes con una reducción en el ritmo de los incrementos en la tasa de interés. Destacó tres elementos a considerar para la conducción de la política monetaria. Primero,

mencionó que el nivel de la postura monetaria alcanzada es históricamente elevado y que la tasa real ex-ante está próxima a ser el doble del límite superior del intervalo de neutralidad, lo cual estimó que será proporcional a la brecha inflacionaria observada. Señaló que se anticipa que esta brecha continúe disminuyendo, al tiempo que la tasa real ex-ante se incremente conforme las expectativas de inflación aminoren. Puntualizó que, en el pasado, dichas expectativas han disminuido a un menor ritmo que el descenso de la inflación, por lo que es razonable esperar que el incremento de la tasa real no sea desmedido, aunque sí suficiente para mantener una postura significativamente restrictiva. Notó que, pese al episodio de volatilidad en fechas recientes, el tipo de cambio real sigue actuando de manera restrictiva sobre la economía, por lo que el conjunto de las condiciones monetarias ha alcanzado un nivel que permite apoyar la convergencia de la inflación. Segundo, indicó que la postura monetaria incide gradualmente sobre la economía. Recordó que la tasa real ex-ante superó su rango estimado como neutral hace seis meses, por lo que puede esperarse que la restricción monetaria comience a manifestarse más claramente en la segunda mitad del año y que alcance sus efectos completos durante 2024. Por ello, señaló la necesidad de actuar con cautela para que la postura restrictiva no termine incidiendo en momentos donde la brecha inflacionaria no sea significativa. Tercero, destacó que la comunicación efectiva de los bancos centrales contribuye a reducir algunos de estos rezagos. Consideró relevante que la comunicación conduzca a una mejor comprensión de la función de reacción del banco central para el resto del año, de forma que disminuya la incertidumbre en el mercado sobre la trayectoria esperada de la tasa de interés y que esta sea consistente con los pronósticos de este Instituto Central. Concluyó conveniente perfilar que, bajo las condiciones actuales y en ausencia de choques adversos y significativos adicionales, la postura alcanzada permitirá mantener ancladas las expectativas de inflación, evitará efectos de segundo orden en la formación de precios, y será adecuada para que la inflación converja a la meta en el horizonte de pronóstico, en consistencia con el mandato constitucional.

**Un miembro** consideró apropiado un aumento de 25 puntos base en la tasa de referencia ya que, si bien la inflación subyacente permanece elevada, se han observado signos de mitigación de las presiones inflacionarias y se anticipa que estos serán más notorios en los próximos meses. Asimismo, indicó que se debe tomar en cuenta el grado de restricción ya alcanzado. Puntualizó que con este ajuste la tasa de referencia habrá acumulado un aumento de 725 puntos base, llevando la tasa real de corto plazo a un

nivel claramente restrictivo de aproximadamente 6.5%. Señaló que la restricción monetaria se ha reflejado en distintos indicadores, como las expectativas de inflación de menor plazo que se han estabilizado y las de mayor plazo que se han mantenido ancladas. Agregó que, dadas las condiciones financieras más astringentes, ante el apretamiento monetario en México y en otros países, el ajuste en la tasa real de corto plazo se ha transmitido a lo largo de la curva de rendimientos de tasas reales. Asimismo, destacó la apreciación del tipo de cambio real que se ha observado desde que inició el ciclo restrictivo, y que ello podría estar reflejando condiciones monetarias más apretadas. En adición, enfatizó tres elementos complementarios a considerar en esta decisión. Primero, comentó que la política monetaria opera con rezago y que algunos de los canales actúan con mayor velocidad, como el del tipo de cambio y el de expectativas. Añadió que desde septiembre pasado la tasa real ex-ante se ubica por encima del límite superior del rango neutral, por lo que el impacto de la restricción monetaria será más notorio en los próximos trimestres. Segundo, notó que la tasa real ex-ante continuará incrementándose en la medida en que las expectativas de inflación disminuyan. Tercero, apuntó que, en adición a la tasa de referencia, la comunicación también funge como herramienta de política y que esta puede continuar apuntalando las acciones ya implementadas. Concluyó que la postura propuesta tendrá la solidez necesaria para que la inflación continúe con su trayectoria convergente hacia la meta. Indicó que las acciones de política deben procurar que dicha convergencia no se vea comprometida y propiciar un ajuste ordenado de la economía y de los mercados financieros, de conformidad con el mandato constitucional. Afirmó que el ajuste propuesto consolidaría la postura monetaria y brindaría margen para evaluar los efectos del incremento significativo de la tasa de política por lo que, en ausencia de nuevos choques, hacia delante sería conveniente mantener la postura que se alcanzaría con esta decisión.

### 3. DECISIÓN DE POLÍTICA MONETARIA

La Junta de Gobierno evaluó la magnitud y diversidad de los choques inflacionarios y sus determinantes, así como la evolución de las expectativas de mediano y largo plazos y el proceso de formación de precios. Consideró los retos ante el apretamiento de las condiciones financieras globales, el entorno de incertidumbre, la persistencia de las presiones inflacionarias acumuladas y la posibilidad de mayores afectaciones a la inflación, así como la postura monetaria que ya se ha alcanzado en este ciclo alcista. Con base en lo anterior, y con la presencia de todos sus miembros,

decidió por unanimidad incrementar en 25 puntos base el objetivo para la Tasa de Interés Interbancaria a un día a un nivel de 11.25%. Con esta acción, se reduce el ritmo de incrementos y la postura de política monetaria se ajusta a la trayectoria que se requiere para que la inflación converja a su meta de 3% dentro del horizonte de pronóstico.

La Junta de Gobierno vigilará estrechamente las presiones inflacionarias, así como todos los factores que inciden en la trayectoria prevista para la inflación y en sus expectativas. Ello, con el objetivo de determinar una tasa de referencia congruente en todo momento, tanto con la convergencia ordenada y sostenida de la inflación general a la meta de 3% en el plazo en el que opera la política monetaria, como con un ajuste adecuado de la economía y de los mercados financieros. La Junta de Gobierno tomará su próxima decisión en función del panorama inflacionario, considerando la postura monetaria ya alcanzada.

#### **4. VOTACIÓN**

Victoria Rodríguez Ceja, Galia Borja Gómez, Irene Espinosa Cantellano, Jonathan Ernest Heath Constable y Omar Mejía Castelazo votaron a favor de incrementar en 25 puntos base el objetivo para la Tasa de Interés Interbancaria a un día a un nivel de 11.25%.

#### **5. OPINIONES/VOTOS DISIDENTES**

**Opinión disidente sobre el comunicado.** Irene Espinosa Cantellano.

La comunicación es pilar fundamental de la política monetaria. En años recientes, la de nuestro Instituto Central ha logrado avances significativos. No obstante, estos se han implementado de manera primordialmente casuística, conforme a las circunstancias y, en ocasiones, sin lineamientos previamente discutidos. Tal es el caso de la guía prospectiva. Su objetivo es coadyuvar a la formación de expectativas alineadas con la visión de largo plazo de la política monetaria, condicionada a la información disponible, para favorecer un ajuste ordenado de los mercados financieros. Sin embargo, la guía futura del presente comunicado se limita únicamente a la próxima decisión y omite comunicar que anticipamos que la postura monetaria tenga que mantenerse en terreno restrictivo durante dos años para lograr la convergencia de la inflación a la meta puntual del 3%. Con ello, refuerza una visión de muy corto plazo, necesariamente parcial e incompleta, que no cumple con el objetivo de coadyuvar a la formación de expectativas para el horizonte en el que opera la política monetaria. Por lo anterior, reitero la necesidad impostergable de evaluar nuestra política de comunicación.

## ANEXO

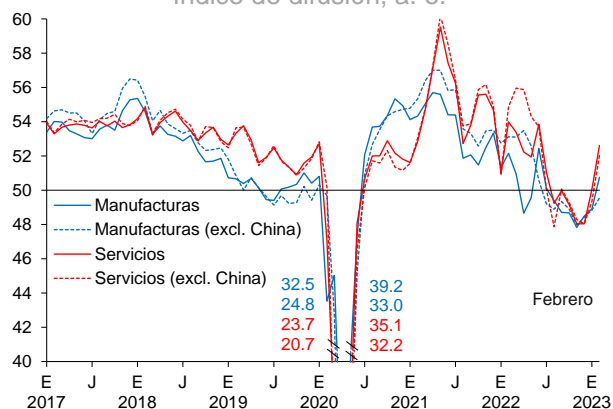
La información presentada en este Anexo fue elaborada para esta sesión por las Direcciones Generales de Investigación Económica y de Operaciones de Banca Central, ambas del Banco de México, y no necesariamente refleja las consideraciones de los miembros de la Junta de Gobierno respecto de su decisión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

### A.1. Condiciones externas

#### A.1.1. Actividad económica mundial

La información disponible apunta a una recuperación de la actividad económica mundial durante el primer trimestre de 2023 respecto del cuarto trimestre de 2022. Ello sería impulsado por el mayor crecimiento en algunas de las principales economías, la continua fortaleza de sus mercados laborales, una mejoría en la confianza de los negocios y los consumidores, las menores presiones en los precios de la energía y la eliminación de restricciones a la movilidad en China. Los índices de gerentes de compras sugieren una mejoría en el corto plazo, tanto en los servicios como en las manufacturas (Gráfica 1). Sin embargo, las perspectivas de crecimiento global siguen apuntando a una desaceleración de la actividad económica mundial en 2023, con respecto de 2022, y a una recuperación en 2024. Entre febrero y marzo, los pronósticos de crecimiento global de analistas para 2023 se revisaron ligeramente al alza y se mantuvieron sin cambio para 2024. Entre los riesgos para la economía mundial destacan la prolongación de las presiones inflacionarias, el agravamiento de las tensiones geopolíticas, las condiciones financieras y monetarias más apretadas y los retos para la estabilidad financiera. Estos últimos derivados de la turbulencia en los mercados financieros internacionales en las últimas semanas ante los acontecimientos en los sistemas bancarios estadounidense y europeo, si bien las autoridades financieras han implementado acciones como la ampliación de depósitos y en la provisión de liquidez para mantener la confianza en el sistema financiero.

**Gráfica 1**  
**Global: Índice de Gerentes de Compras de Producción y Actividad**  
Índice de difusión, a. e.<sup>1/</sup>



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 general en comparación al mes previo y por debajo de 50 puntos una disminución general.

Nota: Las cifras en la gráfica corresponden al nivel mínimo del indicador.  
Fuente: IHS Markit.

En Estados Unidos, los indicadores disponibles sugieren que el Producto Interno Bruto (PIB) crecería en el primer trimestre de 2023 a un ritmo menor al 0.7% registrado en el cuarto trimestre de 2022 a tasa trimestral ajustada por estacionalidad (Gráfica 2).<sup>1</sup> La actividad económica durante el primer trimestre de 2023 estaría impulsada principalmente por el consumo privado, el cual ha exhibido solidez ante la fortaleza del mercado laboral y los ahorros acumulados durante la pandemia. Al crecimiento del PIB también contribuiría el gasto público y, en menor medida, la inversión no residencial. Se estima que la contribución positiva de los factores previamente mencionados se vería contrarrestada parcialmente por la evolución del cambio en inventarios y de la inversión residencial.

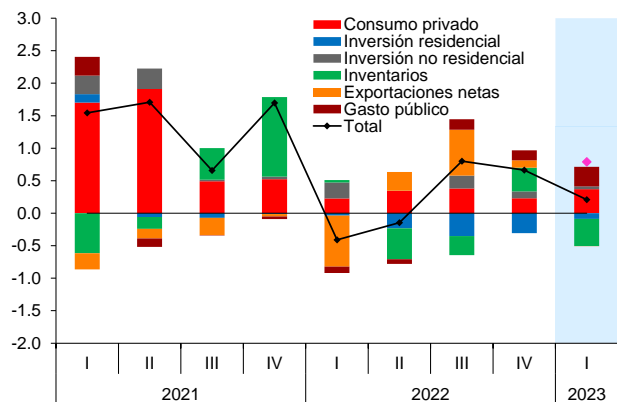
La producción industrial en Estados Unidos, luego de registrar una expansión de 0.3% en enero, mostró un estancamiento en febrero. Ello reflejó una caída en la minería, que fue contrarrestada por una recuperación en la generación de electricidad y gas y por un crecimiento moderado de las manufacturas. En el interior de este último rubro destacó el crecimiento del sector de computadoras y productos electrónicos. En contraste, la producción de vehículos y autopartes registró una caída. Los

<sup>1</sup> Expresado como tasa trimestral anualizada y ajustada por estacionalidad, la variación del PIB de Estados Unidos fue de 2.7% en el cuarto trimestre de 2022.

índices de gerentes de compras sugieren que el sector manufacturero seguirá mostrando debilidad, reflejando la atonía de la demanda interna y externa.

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

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



a. e. / Cifras con ajuste estacional.

Nota: Los componentes en el área sombreada muestran los pronósticos de Blue Chip de marzo, mientras que el rombo rosa muestra el pronóstico del GDPNow.

Fuente: BEA, Reserva Federal de Atlanta y Blue Chip.

El mercado laboral en Estados Unidos siguió exhibiendo señales de apretamiento. La nómina no agrícola registró la creación de 311 mil nuevas plazas en febrero de 2023, cifra superior a lo anticipado. Los principales aumentos se dieron en los servicios relacionados con el ocio y alojamiento, comercio, gobierno y cuidado de la salud. La tasa de desempleo se mantiene en un nivel bajo, a pesar de haber aumentado de 3.4% en enero a 3.6% en febrero. Esto último se ha dado en un contexto en el que la tasa de participación laboral ha venido aumentando gradualmente. Las solicitudes iniciales del seguro de desempleo se colocaron en 191 mil en la semana que finalizó el 18 de marzo. Algunos indicadores de salarios continuaron creciendo a un ritmo elevado.

En la zona del euro, los indicadores disponibles sugieren que la actividad económica mostraría atonía en el primer trimestre de 2023, luego de que el PIB registrara un crecimiento nulo durante el cuarto trimestre de 2022.<sup>2</sup> La actividad seguiría afectada por la elevada incertidumbre en torno al conflicto bélico en Ucrania, el debilitamiento de la demanda externa y el apretamiento de las condiciones financieras. No obstante, se anticipa que otros factores favorezcan a la economía, entre

<sup>2</sup> Expresado como tasa trimestral anualizada ajustada por estacionalidad, la variación del PIB de la zona del euro fue de -0.1% en el cuarto trimestre de 2022.

ellos, una mejoría adicional en las condiciones de oferta y la recuperación de la confianza de los consumidores y de los negocios, así como la fortaleza del mercado laboral y la moderación de las presiones en precios de la energía. La tasa de desempleo se mantuvo sin cambio en 6.7% en enero. Los índices de gerentes de compras apuntan a una estabilización de la actividad manufacturera y a una recuperación de los servicios.

En un amplio número de las principales economías emergentes se prevé que se haya registrado una recuperación de la actividad económica en el primer trimestre de 2023, si bien con cierta heterogeneidad. En Asia Emergente se espera una recuperación en la actividad económica en la mayoría de las economías. En el caso particular de China, se anticipa un crecimiento moderado en la actividad económica en el primer trimestre ante el levantamiento de las restricciones a la movilidad en ese país, luego de que esta economía se estancara en el cuarto trimestre de 2022. En Europa Emergente, la mayoría de las economías estaría registrando una recuperación en el primer trimestre. En América Latina se prevé que la actividad económica se deteriore en algunos casos y que en otros se observe un crecimiento moderado.

Los precios internacionales de las materias primas registraron, en general, una tendencia a la baja desde la última decisión de política monetaria en México. Durante la segunda mitad de febrero los precios del petróleo disminuyeron debido a la persistente preocupación respecto de un menor crecimiento económico mundial. Esta tendencia se revirtió parcialmente hacia la tercera semana de febrero en un contexto de restricciones de oferta, ante las menores exportaciones de petróleo ruso y el acuerdo de los países de la Organización de Países Exportadores de Petróleo y países aliados (OPEP+) de mantener el recorte de producción acordado el año pasado de dos millones de barriles. A partir de la segunda semana de marzo los precios cayeron nuevamente ante la expectativa de aumentos adicionales en las tasas de interés por parte de los principales bancos centrales derivada de la solidez de algunos indicadores económicos y las preocupaciones respecto del efecto adverso que dichas alzas pudieran tener sobre la demanda, a lo que se sumaron los riesgos provenientes del sector bancario en Estados Unidos y Europa. Sin embargo, en días recientes se observó una reversión parcial de dicha caída ante una moderación de las

preocupaciones mencionadas. Por su parte, los precios de referencia del gas natural en Europa mostraron una tendencia a la baja en respuesta a niveles relativamente altos de inventarios y pronósticos de temperaturas más templadas. En Estados Unidos las cotizaciones del gas natural disminuyeron durante gran parte de febrero debido a una mayor acumulación de inventarios. Posteriormente estas aumentaron ante mayores exportaciones de gas natural y los pronósticos de temperaturas más bajas. Los precios de los granos, en general, disminuyeron ante una producción históricamente alta en países como Brasil. A la disminución también contribuyó la renovación del acuerdo del corredor de granos del Mar Negro. Finalmente, las cotizaciones de la mayoría de los metales industriales disminuyeron al principio del periodo ante los riesgos de una recesión global y una reducción en las perspectivas de la demanda china, si bien dicha caída se revirtió parcialmente durante la segunda mitad de marzo.

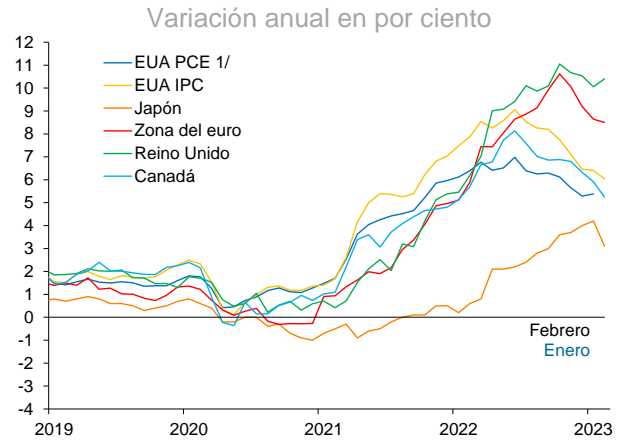
### A.1.2. Política monetaria y mercados financieros internacionales

La inflación global permanece en niveles elevados, aunque la general continuó disminuyendo en un amplio número de economías. El componente subyacente mostró persistencia. La disminución de la inflación general en varias de las principales economías avanzadas (Gráfica 3) estuvo asociada principalmente con una moderación de la inflación de la energía. No obstante, en algunos casos la disminución de la inflación fue menor a la anticipada, y en otros exhibió un aumento en lecturas recientes. Por su parte, el componente subyacente aumentó en varias de estas economías, entre ellas, la zona del euro, Japón y Reino Unido.

En Estados Unidos, la inflación general anual medida por el índice de precios al consumidor disminuyó de 6.4% en enero a 6.0% en febrero. Ello reflejó una caída de la inflación de la energía, de los alimentos y, en menor medida, del componente subyacente. La variación anual de este último pasó de 5.6 a 5.5% en el mismo periodo, como resultado, principalmente, de una menor inflación del rubro de bienes, la cual fue contrarrestada parcialmente por un aumento en el rubro de servicios. Por su parte, la inflación general anual del índice de gasto de consumo personal se redujo de 5.3 a 5.0% de enero a febrero.

Los pronósticos de inflación de corto plazo de los analistas para la mayoría de las principales economías avanzadas se mantuvieron en niveles elevados, si bien se prevé una moderación de la inflación en 2023 respecto de los niveles registrados en 2022. Por su parte, las expectativas de inflación de mayor plazo derivadas de instrumentos financieros se mantuvieron relativamente estables para estas economías.

**Gráfica 3**  
**Economías Avanzadas Seleccionadas:**  
**Inflación General Anual**



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.

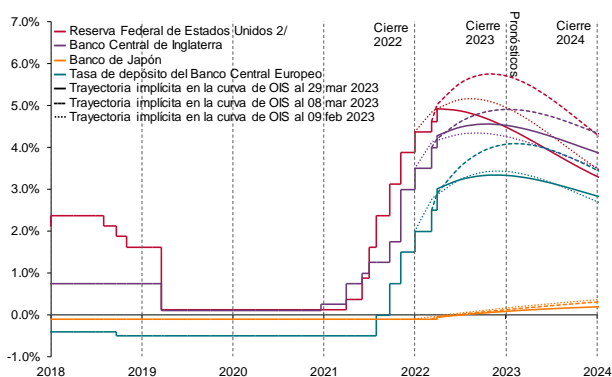
En un amplio número de las principales economías emergentes la inflación general registró una disminución o estabilización en sus lecturas más recientes. Lo anterior, en parte, como reflejo de una menor inflación de los alimentos, de los energéticos o, en algunos casos, de la inflación subyacente.

Ante la fortaleza en los mercados laborales y la persistencia de la inflación en niveles elevados, durante gran parte del periodo que se reporta las expectativas de política monetaria extraídas de instrumentos financieros anticipaban mayores aumentos en las tasas de interés y que estas se mantendrían elevadas por un periodo más prolongado en la mayoría de las principales economías avanzadas. Sin embargo, los problemas recientes del sector bancario en algunas economías avanzadas y las preocupaciones asociadas con la estabilidad financiera moderaron las expectativas de incrementos en las tasas de política monetaria extraídas de instrumentos financieros e incluso ya anticipan recortes en algunas economías hacia finales de año (Gráfica 4).

En este entorno, desde la última decisión de política monetaria en México los bancos centrales de la mayoría de las principales economías avanzadas continuaron con el apretamiento de su postura de política monetaria. La Reserva Federal, el Banco Central Europeo, el Banco de la Reserva de Australia y el Banco Nacional Suizo mantuvieron el ritmo de alzas en sus tasas de interés, mientras que los bancos centrales de Suecia, Nueva Zelanda y Reino Unido lo moderaron en su última decisión. Algunos bancos centrales como los de Corea y Canadá realizaron una pausa en su ciclo de alzas, si bien se prevé que mantendrán sus tasas de interés elevadas por un tiempo. Por su parte, el Banco de Japón mantuvo sin cambio sus tasas de interés de corto y largo plazo, así como su guía respecto del control de la curva de rendimiento. En relación con sus programas de compras de activos, la mayoría de los bancos centrales de este grupo de economías continuó con la reducción gradual de sus tenencias de valores. Además, los bancos centrales de aquellos países que han enfrentado problemas en el sector bancario han tomado diferentes medidas como la ampliación en la protección de depósitos y en la provisión de liquidez para mantener la confianza en el sistema financiero.

pb en su reunión de marzo. Así, ubicó el rango objetivo para la tasa de fondos federales entre 4.75 y 5.00%. Adicionalmente, el Comité Federal de Mercado Abierto (*FOMC*) señaló que podría ser apropiado un endurecimiento adicional de su política, con el fin de alcanzar una postura monetaria que sea suficientemente restrictiva para regresar la inflación a su objetivo de 2%. Con respecto del entorno financiero, el Comité comentó que el sistema bancario en Estados Unidos es sólido y resiliente. Añadió que es probable que los recientes acontecimientos resulten en condiciones crediticias más apretadas para los hogares y las empresas y que ello afecte la actividad económica y la inflación, si bien el alcance de estos efectos es incierto. Reiteró que, al determinar los futuros aumentos en el rango objetivo tendrá en cuenta el endurecimiento acumulado de la política monetaria, los rezagos con los que la política monetaria incide sobre la actividad económica y la inflación, así como la evolución económica y financiera. En conferencia de prensa, el presidente de dicha institución destacó que la Reserva Federal, en colaboración con el Departamento del Tesoro y la Corporación Federal de Seguros de Depósito (*FDIC*, por sus siglas en inglés) tomó medidas decisivas para proteger la economía estadounidense y fortalecer la confianza del público en el sistema bancario y que, con el apoyo del Tesoro, se creó el Programa de Financiamiento a Plazo Bancario, el cual, junto con la ventanilla de descuento, está satisfaciendo de manera efectiva las necesidades inusuales de financiamiento que han enfrentado algunos bancos, dejando claro que hay suficiente liquidez disponible en el sistema. Agregó que están preparados para usar todas sus herramientas según sea necesario. Además, comentó que antes de los eventos financieros recientes, parecía que el Comité necesitaría subir la tasa de fondos federales más de lo esperado previamente en las proyecciones de diciembre. No obstante, añadió que el apretamiento de las condiciones crediticias que probablemente resulte de los eventos recientes trabajaría en la misma dirección que un aumento de las tasas, aunque aún no es posible anticipar en qué magnitud. Indicó que es demasiado pronto para determinar el alcance de los efectos de dicho apretamiento y, por lo tanto, demasiado pronto para decir cómo debería responder la política monetaria. Señaló que se consideró la posibilidad de una pausa en su ciclo de alzas. Agregó que no consideran utilizar herramientas diferentes en la conducción de la política

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



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

2/ Para la tasa de referencia observada de Estados Unidos se utiliza la tasa de interés promedio del rango objetivo de la tasa de fondos federales (4.75% - 5.00%).

Fuente: Banco de México con datos de Bloomberg.

Entre las decisiones de política monetaria recientes de las principales economías avanzadas destaca lo siguiente:

- i) La Reserva Federal de Estados Unidos mantuvo su ritmo de alzas en la tasa de referencia en 25



monetaria enfatizando que la tasa de política monetaria funciona y que los bancos han podido manejar las subidas en dicha tasa. En relación con su hoja de balance, la Reserva Federal reiteró que continuará reduciendo sus tenencias de valores conforme a los planes previamente anunciados. En la conferencia de prensa, al ser cuestionado sobre la reciente expansión del balance por el incremento en el uso de algunas facilidades, el presidente de la Reserva Federal aseguró que esta expansión será temporal y tiene la intención de proveer liquidez al sistema bancario y no de alterar la postura de política monetaria. La trayectoria esperada para la tasa de fondos federales implícita en instrumentos financieros se revisó al alza durante gran parte del periodo que se reporta ante la persistencia de la inflación en niveles elevados y la fortaleza del mercado laboral. No obstante, ante la incertidumbre asociada con la quiebra de algunos bancos en Estados Unidos alrededor de la segunda semana de marzo, la trayectoria implícita en instrumentos financieros para la tasa de referencia se revisó significativamente a la baja. Así, con base en la última información disponible, se anticipa que el nivel más alto de la tasa de interés durante 2023 sea de 4.9%, para posteriormente disminuir a 4.5% para el cierre de 2023 y a 3.3% para el cierre de 2024. Lo anterior contrasta con los pronósticos de marzo del FOMC, los cuales mantuvieron sin cambio su expectativa para la tasa de fondos federales para el cierre de 2023 en 5.1% y revisaron al alza su expectativa para el cierre de 2024 de 4.1 a 4.3%. En la conferencia de prensa, el presidente de la Reserva Federal descartó en varias ocasiones la posibilidad de observar recortes en la tasa de referencia este año. En este contexto, la mediana de los pronósticos de crecimiento del FOMC se revisó de 0.5 a 0.4% para finales de 2023, de 1.6 a 1.2% para 2024 y de 1.8 a 1.9% para 2025. La mediana de los pronósticos de desempleo se revisó a la baja para el cierre de 2023 y al alza para 2025. Por su parte, los pronósticos de la inflación general se revisaron de 3.1 a 3.3% para el cierre de 2023, mientras que los de 2024 y 2025 se mantuvieron sin cambio en 2.5 y 2.1%, respectivamente. En cuanto a la inflación subyacente, la mediana anticipa que esta se ubique en 3.6% al cierre de 2023, 2.6% en 2024 y 2.1% en 2025. El presidente de dicha institución comentó que un número significativo de miembros anticipaba que habría algún endurecimiento de las condiciones crediticias, y que eso tendría los mismos efectos que su

política y que, por lo tanto, lo estaban incorporando en sus pronósticos.

- ii) El Banco Central Europeo (BCE) aumentó sus tasas de referencia en 50 pb en su reunión de marzo. Así, ubicó sus tasas de refinanciamiento, de préstamos y de depósitos en 3.50, 3.75 y 3.00%, respectivamente. En contraste con sus decisiones previas, el Consejo de Gobierno no brindó una guía específica sobre la trayectoria de sus tasas de interés. Por el contrario, indicó que el elevado nivel de incertidumbre refuerza la importancia de un enfoque dependiente de los datos para las decisiones sobre la tasa de política monetaria, las cuales estarán determinadas por la valoración de las perspectivas de inflación en vista de los nuevos datos económicos y financieros, las dinámicas de la inflación subyacente y la fuerza de la transmisión de la política monetaria. Añadió que el Consejo monitorea de cerca las tensiones en los mercados financieros y que se encuentra listo para responder conforme sea necesario para preservar la estabilidad de precios y la estabilidad financiera. Señaló que el sector bancario en la zona del euro es resiliente con posiciones fuertes en términos de liquidez y capital, y que el conjunto de herramientas de política del Banco está completamente equipado para proveer liquidez al sistema financiero si se requiere y para preservar la suave transmisión de la política monetaria. La presidenta de dicha institución comentó que no hay un costo de oportunidad entre la estabilidad de precios y la estabilidad financiera y que abordarán cada una con su respectivo instrumento de política. El vicepresidente de la institución agregó que el aumento de las tasas de interés es positivo en términos de los márgenes de los bancos europeos y que dicha mejora en términos de rentabilidad más que compensa las pérdidas potenciales en las carteras de renta fija. En relación con la normalización de sus tenencias de valores, en línea con lo anunciado previamente, inició en marzo con la disminución del portafolio de valores de su Programa de Compra de Activos (APP) a un ritmo medido y predecible, ya que no se están reinvertiendo todos los pagos del principal de los valores que alcanzan su vencimiento. Reiteró que la disminución será de 15 mil millones de euros al mes, en promedio, hasta finales de junio de 2023 y que su ritmo posterior se determinará con el tiempo.

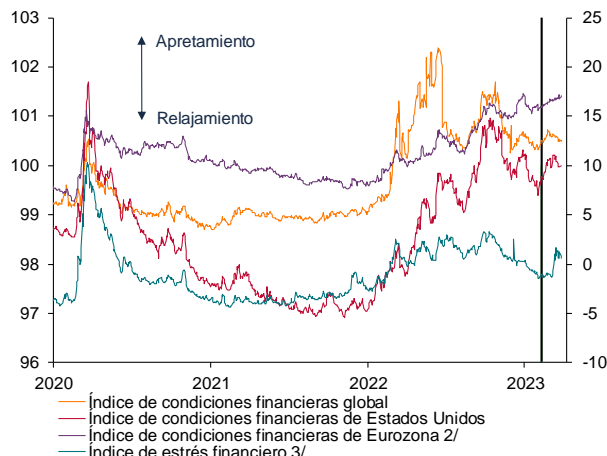
En las principales economías emergentes, desde la última decisión de política monetaria en México algunos bancos centrales continuaron incrementando sus tasas de interés de referencia. Otros, entre ellos los de Rusia, Hungría, Polonia, República Checa, Ucrania, Indonesia, Malasia, Brasil y Perú, conservaron sus tasas de interés sin cambio. Algunos sugirieron que al mantener sus tasas de interés en los niveles actuales por un tiempo asegurarán que la inflación disminuya de manera sostenible y que futuros ajustes dependerán de la evolución de las condiciones.

En el contexto antes descrito, desde la última decisión de política monetaria en México los mercados financieros internacionales registraron una mayor aversión al riesgo y las condiciones financieras exhibieron un apretamiento (Gráfica 5). Asimismo, se observó un aumento significativo en la volatilidad ante la elevada incertidumbre asociada con la quiebra y los problemas financieros en algunas instituciones financieras de economías avanzadas como Estados Unidos y Suiza. No obstante, estas tendencias se han revertido parcialmente en días recientes. En este contexto, los mercados accionarios de la mayoría de las principales economías avanzadas y emergentes registraron pérdidas. En los mercados cambiarios, aunque el dólar estadounidense se fortaleció durante gran parte del periodo, revirtió dicha tendencia recientemente. Las divisas de economías emergentes registraron, en general, depreciaciones durante gran parte del periodo, si bien algunas se han fortalecido recientemente. Por su parte, las tasas de interés de bonos gubernamentales de corto y largo plazo de la mayoría de las principales economías avanzadas registraron un comportamiento altamente volátil, ya que después de exhibir un aumento significativo al inicio del periodo, registraron una caída pronunciada tras los eventos financieros señalados anteriormente. Así, en varios casos, las tasas de interés se ubican por debajo del nivel observado en la fecha de la última decisión de política monetaria en México (Gráfica 6). En las economías emergentes, las tasas de interés de largo plazo presentaron aumentos en varios casos, aunque con volatilidad durante el periodo (Gráfica 7). No pueden descartarse nuevos periodos de volatilidad y aversión al riesgo.

En este contexto, desde la última decisión de política monetaria en México se registraron entradas netas acumuladas de flujos de capital a economías emergentes, si bien desde la segunda semana de marzo se observaron salidas. Los flujos mostraron durante gran parte del periodo un comportamiento

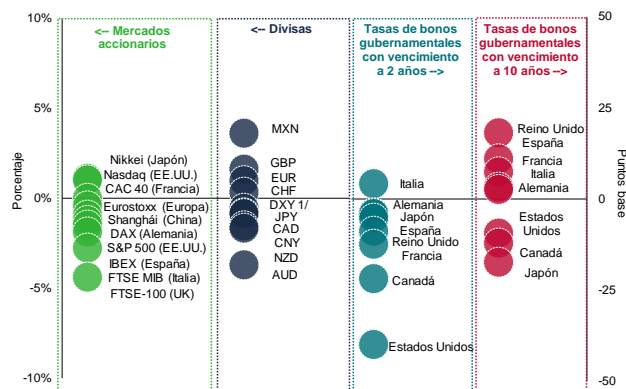
diferenciado entre clase de activos, con entradas netas acumuladas a activos de renta variable y salidas de los activos de renta fija

**Gráfica 5**  
**Índices de Condiciones Financieras<sup>1/</sup>**  
Unidades



1/ El índice de condiciones financieras se construye a partir del efecto que tienen cinco variables sobre la actividad económica: la tasa de interés de referencia, la nota gubernamental de 10 años, el diferencial de bonos con grado de inversión sobre el bono de deuda gubernamental con duración equivalente, la razón de un índice bursátil con el promedio de las utilidades por acción de 10 años y el tipo de cambio ponderado por comercio.  
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.  
3/ Datos de la Oficina de Investigación Financiera, construida con 33 variables financieras de cinco categorías: crédito, valuación de acciones, financiamiento, activos de refugio y volatilidad. La línea negra vertical indica la última reunión calendarizada de política monetaria de Banco de México.  
Fuente: Banco de México con datos de Bloomberg y Goldman Sachs.

**Gráfica 6**  
**Variación de Indicadores Financieros**  
**Seleccionados del 9 de Febrero al 29 de Marzo de 2023**  
Porcentaje; puntos base



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

**Gráfica 7**  
**Desempeño de Activos de Países Emergentes**  
**Seleccionados a partir del 2 de Febrero de 2023**  
 Porcentaje, puntos base

Región	País	Divisas	Bolsas	Tasas de interés 2A	Tasas de interés 10A	CDS
América Latina	México	1.60%	-2.05%	48	40	27
	Brasil	-3.60%	-10.27%	-129	-4	27
	Chile	-3.71%	-0.63%	-42	-43	21
	Colombia	-2.26%	-12.21%	-110	32	71
	Perú	1.52%	-4.46%	-33	-17	12
Europa emergente	Rusia	-8.60%	8.51%	-30	-5	N.D.
	Polonia	-1.23%	-7.84%	21	36	10
	Turquía	-1.53%	6.27%	416	171	24
	Rep. Checa	-1.33%	-3.91%	-51	18	1
Hungría	-1.24%	-7.48%	43	50	9	
Asia	China	-2.31%	-1.04%	-1	-4	37
	Malasia	-4.06%	-6.26%	0	11	23
	India	-0.23%	-3.80%	25	0	17
	Filipinas	-0.80%	-5.60%	40	13	29
	Tailandia	-5.06%	-5.30%	-5	-20	8
	Indonesia	-1.88%	-2.64%	16	18	33
África	Sudáfrica	-7.28%	-5.72%	36	109	61

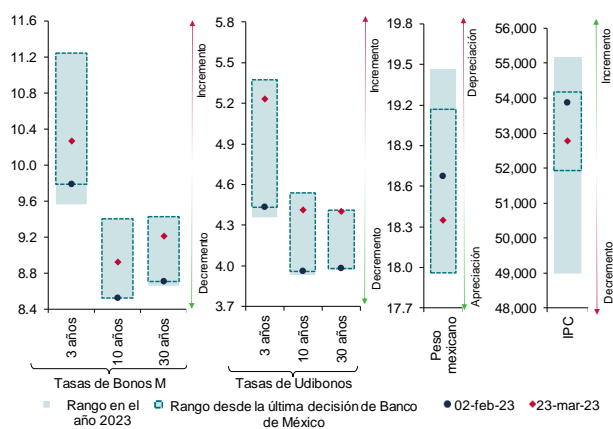
Nota: Un movimiento positivo en las divisas indica apreciación. Las tasas de interés mostradas corresponden a los bonos gubernamentales en los plazos especificados, con excepción de Hungría, donde se utilizó la tasa de interés del bono gubernamental de tres años. Por otro lado, para Filipinas se utilizó 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 entorno internacional previamente descrito, en los mercados financieros nacionales la cotización del peso mexicano frente al dólar presentó una ligera apreciación desde la última decisión de política monetaria en México. Por su parte, las tasas de interés aumentaron tanto en el corto como en el largo plazo (Gráfica 8). El entorno de los mercados financieros nacionales estuvo influido por un sentimiento de aversión al riesgo y por episodios de volatilidad, incluyendo los ocasionados por la publicación de diversos indicadores económicos en México y Estados Unidos, el ajuste en la tasa de interés de referencia por parte del Banco de México, los comentarios de una retórica más restrictiva de política monetaria por parte de la Reserva Federal, y los riesgos de estabilidad financiera asociados con el sistema bancario norteamericano y europeo.

**Gráfica 8**  
**Desempeño y Condiciones de Operación de Mercados Mexicanos**  
 Porcentaje, pesos por dólar e índice



Fuente: Elaboración de Banco de México.

Desde la última decisión de política monetaria en México, la moneda nacional operó en un rango de 1 peso con 40 centavos, entre 17.89 y 19.29 pesos por dólar, presentó una apreciación de 1.60% y alcanzó el nivel mínimo desde septiembre 2017 (Gráfica 9). Lo anterior en un contexto en el que las condiciones de operación, tanto realizadas como prospectivas, mostraron un deterioro.

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

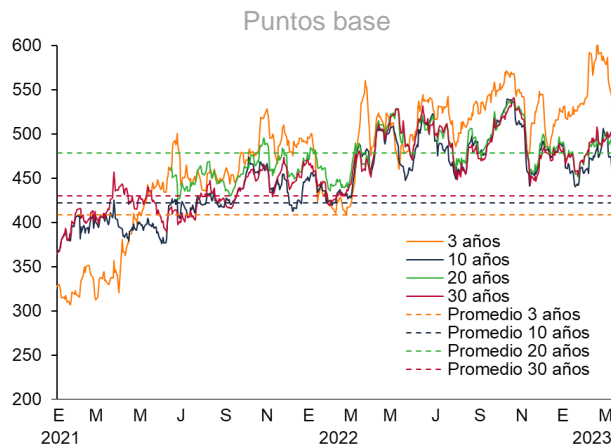


Fuente: Elaboración de Banco de México.

Las tasas de interés de los valores gubernamentales presentaron incrementos de hasta 67 puntos base en el sector de corto plazo y de 52 puntos base en el de largo plazo (Gráfica 10). La curva de rendimientos de instrumentos a tasa real mostró aumentos que promediaron 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 incrementos de hasta 8 puntos base (Gráfica 11). Estos movimientos ocurrieron en un entorno en el que las condiciones de operación continuaron deterioradas y siguieron sin alcanzar los niveles observados previo al inicio de la pandemia.

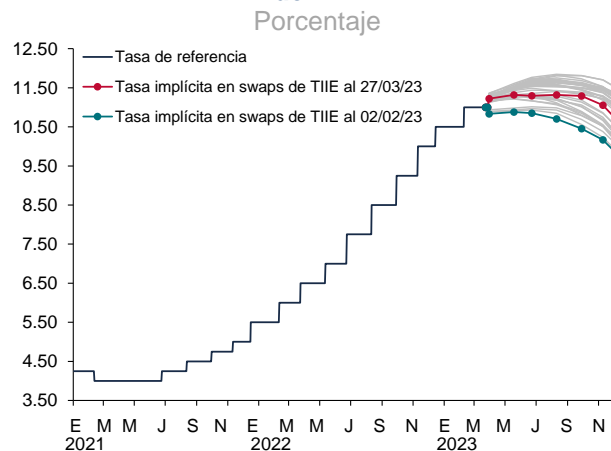
En lo que concierne a las expectativas de la trayectoria de la tasa de referencia de política monetaria, la información implícita en la curva de swaps de tasas de interés incorpora un incremento de 23 puntos base para la decisión de marzo. (Gráfica 12). Por su parte, la mayoría de los analistas encuestados por Citibanamex anticipa que la tasa de interés de referencia incremente 25 puntos base en la decisión de marzo, a 11.25%. Para finales de 2023, la mayoría de los encuestados espera una tasa de 11.50%.

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



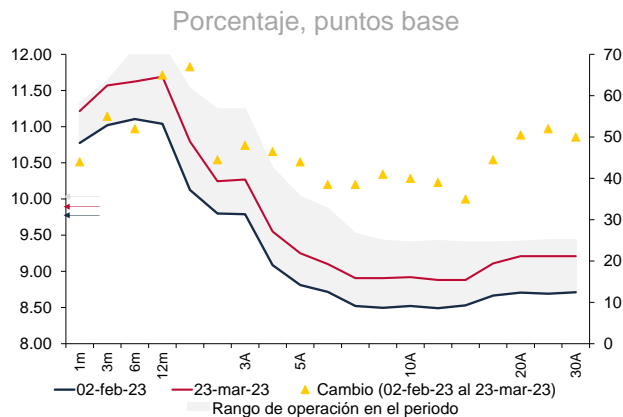
Fuente: PIP.

**Gráfica 12**  
Tasa de Fondo Implícita en la Curva de Swaps de TIIE



Fuente: Elaboración de Banco de México con datos Bloomberg

**Gráfica 10**  
Curva de Rendimiento de Valores Gubernamentales a Tasa Nominal



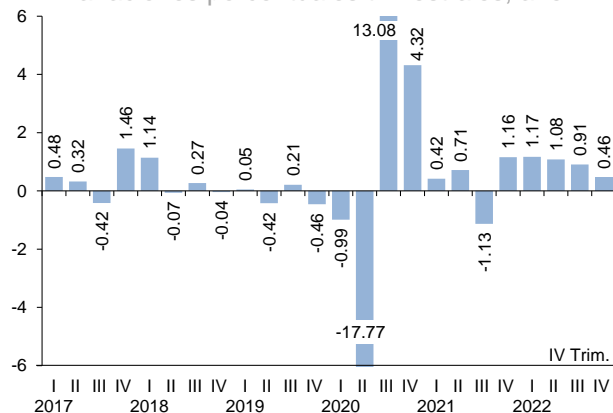
Fuente: PIP.

## A.2.2. Actividad económica en México

Al cierre de 2022, el PIB de México continuó avanzando, aunque con una desaceleración respecto del desempeño observado en los primeros tres trimestres de 2022 (Gráfica 13). A principios de 2023, la actividad económica nacional continuó creciendo y se mantuvo resiliente ante un entorno externo complejo.

**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.

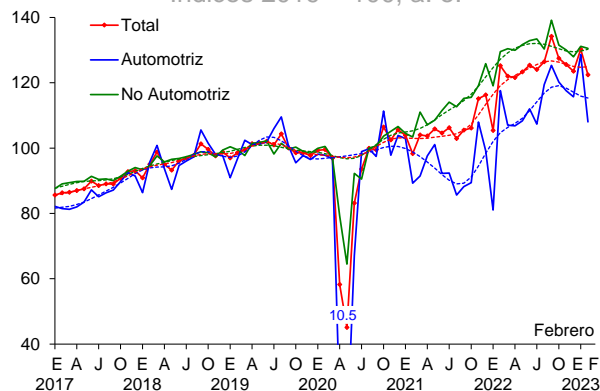
Fuente: Sistema de Cuentas Nacionales de México (SCNM), INEGI.

Respecto de la demanda externa, en el bimestre enero-febrero de 2023 el valor de las exportaciones manufactureras presentó una desaceleración asociada, principalmente, con el comportamiento del componente automotriz (Gráfica 14). En cuanto a la evolución de la demanda interna, en diciembre de 2022 el consumo privado siguió creciendo a un ritmo moderado, impulsado por la recuperación en el consumo de servicios. Por su parte, la inversión fija bruta mostró un mejor desempeño como resultado, en buena medida, de la reactivación de la construcción.

Por el lado de la producción, en enero de 2023 las actividades terciarias presentaron un repunte (Gráfica 15) como reflejo de un buen desempeño en la mayoría de sus rubros. Por su parte, la actividad industrial se estancó como reflejo de una contracción de la construcción y de la manufactura del equipo de transporte (Gráfica 16). En contraste, el resto de los sectores secundarios se expandieron, destacando el crecimiento del agregado de manufacturas sin equipo de transporte.

**Gráfica 14**  
**Exportaciones Manufactureras Totales**

Índices 2019 = 100, a. e.

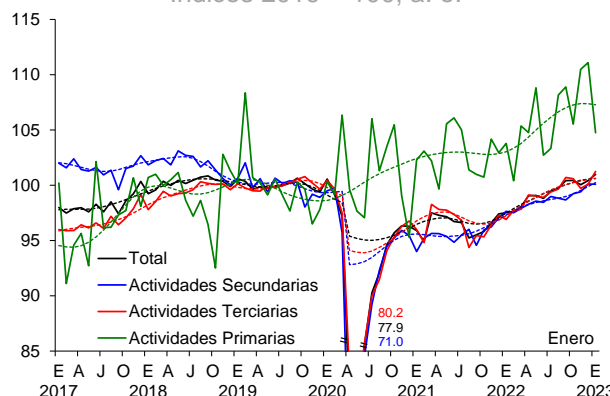


a. e. / Serie con ajuste estacional y serie de tendencia basadas en información en dólares nominales. La primera se representa con la línea sólida y la segunda con la punteada. Se acotó el rango de la gráfica para facilitar la lectura.

Fuente: Banco de México con base en SAT, SE, Banco de México, INEGI. Balanza Comercial de Mercancías de México. SNIEG. Información de Interés Nacional.

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

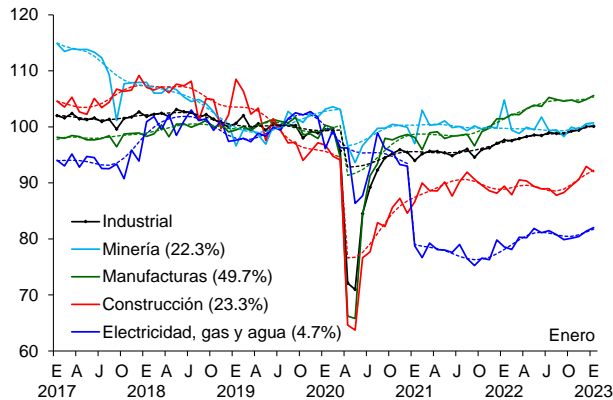
Índices 2019 = 100, a. e.



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

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

**Gráfica 16**  
**Actividad Industrial** <sup>1/</sup>  
Índices 2019 = 100, a. e.



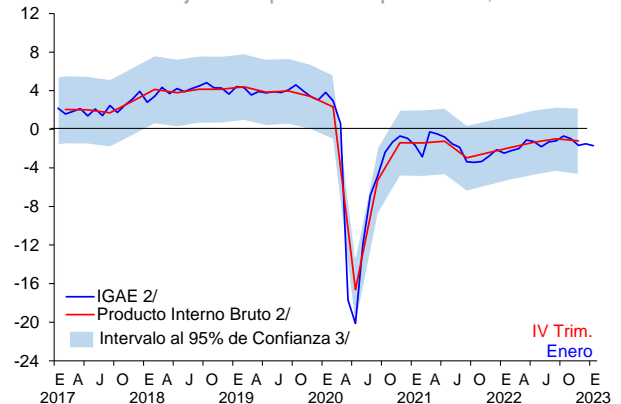
a. e. / Serie con ajuste estacional y serie de tendencia. La primera se representa con la línea sólida y la segunda con la punteada.

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

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

En cuanto a la posición cíclica de la economía, se anticipa que en los primeros meses de 2023 la estimación puntual de la brecha negativa del producto se haya mantenido en un nivel similar al del cierre de 2022 (Gráfica 17). A su vez, el mercado laboral muestra fortaleza. A inicios de 2023, tanto la tasa de desocupación nacional como la urbana disminuyeron (Gráfica 18). Por su parte, con cifras ajustadas por estacionalidad, en febrero la creación de empleo formal afiliado al IMSS continuó presentando una trayectoria creciente. Finalmente, en enero de 2022 el costo unitario de la mano de obra en el sector manufacturero disminuyó, después de dos meses consecutivos de incrementos, y se situó en un nivel similar al observado en promedio durante 2022 (Gráfica 19).

**Gráfica 17**  
**Estimaciones de la Brecha del Producto** <sup>1/</sup>  
Porcentajes del producto potencial, a. e.



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

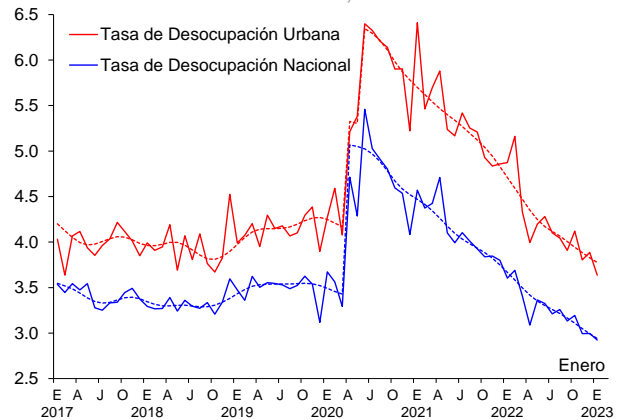
1/ Estimadas con el filtro de Hodrick-Prescott con corrección de colas; ver Banco de México (2009), "Informe sobre la Inflación, Abril-Junio 2009", pág.74.

2/ Cifras del PIB al cuarto trimestre de 2022 y del IGAE a diciembre de 2022.

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.

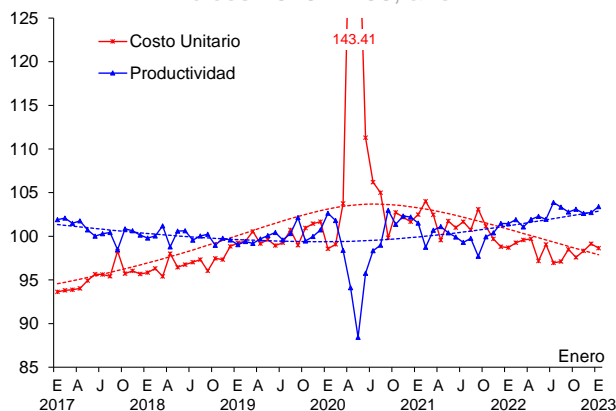
**Gráfica 18**  
**Tasa de Desocupación Nacional y Tasa de Desocupación Urbana**  
Por ciento, a. e.



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<sup>N</sup>) (de julio en adelante).

**Gráfica 19**  
**Productividad y Costo Unitario de la Mano de**  
**Obra en el Sector Manufacturero <sup>1/</sup>**  
 Índices 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 2023, el financiamiento interno a las empresas registró una variación real anual positiva por séptimo mes consecutivo. En mayor detalle, el crédito bancario a las empresas continuó con su gradual recuperación, al presentar una variación real anual positiva por noveno mes consecutivo. Ello en un contexto en el que la demanda de crédito de las empresas siguió recuperándose y a pesar de que las condiciones de otorgamiento de crédito siguieron siendo estrechas respecto del inicio de la pandemia. No obstante, para las empresas de menor tamaño estas condiciones han tendido a relajarse desde la segunda mitad de 2021. Por su parte, el saldo neto de deuda corporativa de mediano y largo plazos en el mercado interno mostró una ligera disminución en el primer bimestre del año, luego del importante incremento observado en el cuarto trimestre de 2022.

En cuanto al crédito a los hogares, en el cuarto trimestre del año la cartera de vivienda de la banca comercial mantuvo su ritmo de expansión. A su vez, el crédito bancario vigente al consumo siguió incrementándose en términos reales anuales como resultado del dinamismo del crédito de nómina y de tarjetas de crédito. Ello en un entorno en el que la demanda de crédito por parte de los hogares en general ha continuado incrementándose. Las condiciones de otorgamiento de crédito a la vivienda y al consumo se mantuvieron relativamente estables.

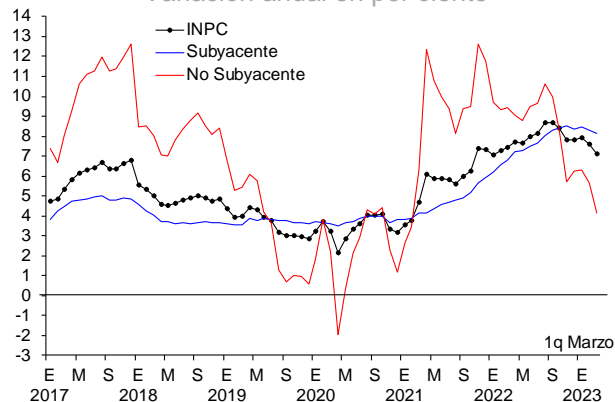
En enero de 2023, las tasas de interés del crédito bancario a las empresas se incrementaron, en congruencia con el comportamiento de la tasa de referencia. Así, se situaron, en niveles superiores a los observados al cierre de 2019. Los márgenes de intermediación del crédito a las empresas permanecieron en general en niveles inferiores a los observados en febrero de 2020, si bien en enero de 2023 aumentaron por segundo mes consecutivo para las empresas de menor tamaño. A su vez, las tasas de interés del crédito a la vivienda se han incrementado desde julio de 2022, después de haberse mantenido en niveles alrededor de sus mínimos históricos a partir de agosto de 2020. En diciembre de 2022, las tasas de interés de tarjetas de crédito se incrementaron respecto del nivel observado en el tercer trimestre de ese año. Las de créditos de nómina registraron un nivel similar.

Respecto de la calidad de la cartera, en enero de 2023 los índices de morosidad del crédito bancario a las empresas y a la vivienda se mantuvieron estables respecto de los observados el mes previo y continuaron en niveles bajos. Por último, los índices de morosidad de la cartera de consumo se incrementaron por segundo mes consecutivo, aunque se mantuvieron en niveles inferiores a los registrados antes del inicio de la pandemia.

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

Entre enero y la primera quincena de marzo de 2023, la inflación general anual disminuyó de 7.91 a 7.12% (Gráfica 20 y Cuadro 1). Este comportamiento se debió, principalmente, a la reducción de la inflación no subyacente. Si bien la subyacente también disminuyó, sigue en niveles elevados.

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

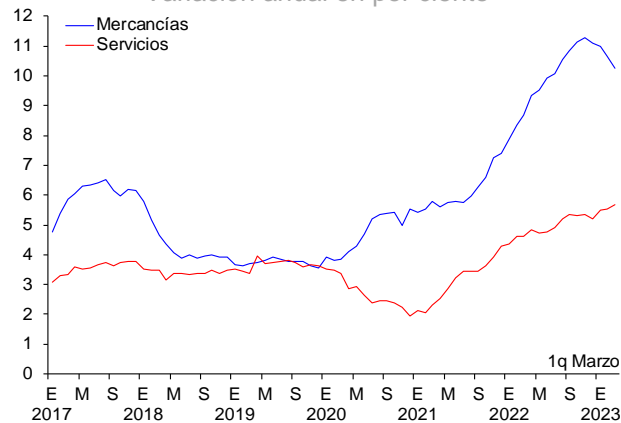


Fuente: Banco de México e INEGI.

La inflación subyacente anual se redujo de 8.45 a 8.15% entre enero y la primera quincena de marzo de 2023. Ello se debió al descenso de 11.00 a 10.26% en la inflación anual de las mercancías (Gráfica 21), que continuó reflejando la mejoría en la operación de las cadenas de producción y suministro, así como la estabilización y cierta reducción en los precios de diversos insumos de producción. En este sentido, si bien todavía se mantiene en niveles elevados, la inflación anual de las mercancías alimenticias siguió disminuyendo, al pasar de 14.08 a 13.20% en dicho lapso, en tanto que la de las no alimenticias se redujo de 7.53 a 6.94% (Gráfica 22). En contraste, la inflación anual de los servicios, que tuvo un incremento notorio en enero, continuó con una tendencia al alza aumentando de 5.51 en dicho mes a 5.68% en la primera quincena de marzo de 2023. Así, los precios de este rubro han seguido enfrentando presiones importantes relacionadas con el encarecimiento de sus insumos derivados de incrementos de precios previos y con los mayores costos laborales. También es posible que luego del confinamiento y ante una mayor demanda, se esté permitiendo un mayor traspaso de costos relativo a lo que se había observado en etapas más tempranas de la pandemia. En las fechas señaladas, la inflación

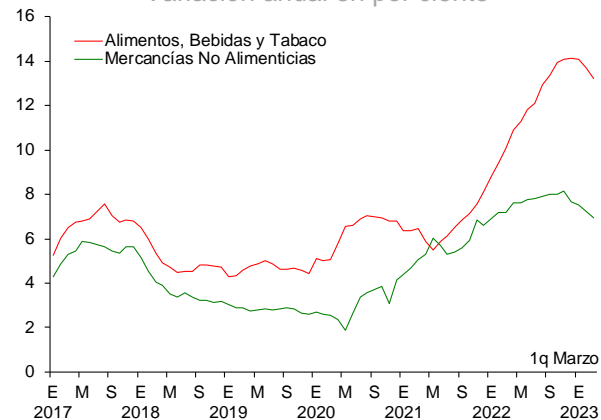
anual de los servicios distintos a educación y vivienda aumentó de 7.53 a 7.70%, en tanto que el de educación lo hizo de 4.48 a 4.88%. Por su parte, la inflación anual de la vivienda, que exhibió un incremento importante en enero, siguió aumentando de 3.38% en ese mes a 3.50% en su registro más reciente.

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



Fuente: Banco de México e INEGI.

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



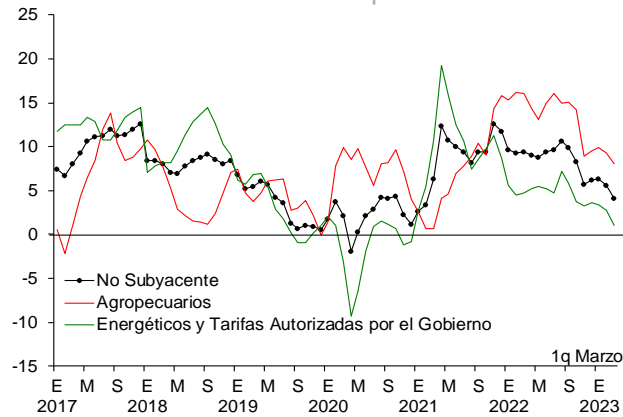
Fuente: Banco de México e INEGI.

Entre enero y la primera quincena de marzo de 2023, la inflación no subyacente anual disminuyó de 6.32 a 4.15% (Gráfica 23 y Cuadro 1). En su interior, la inflación anual de los productos agropecuarios y la de los energéticos continuó descendiendo. En el primer caso, se redujo de 9.93 a 8.11% en el lapso referido, influida, principalmente, por la reducción de 10.17 a 6.97% en la variación anual de los precios de las frutas y verduras. En cuanto a la inflación



anual de los energéticos, esta disminuyó de 2.52 a -1.03%, destacando en su interior la reducción de -10.38 a -17.69% en la variación anual del precio del gas L.P.

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



Fuente: Banco de México e INEGI.

Respecto de las expectativas de inflación provenientes de la encuesta que levanta el Banco de México entre especialistas del sector privado, entre enero y febrero de 2023 las medianas para la inflación general y subyacente para el cierre de 2023 aumentaron de 5.18 a 5.28% y de 5.20 a 5.40%, respectivamente. Asimismo, las medianas de las expectativas para la inflación general y subyacente al cierre de 2024 se incrementaron ligeramente de 4.00 a 4.07% y de 4.00 a 4.04%, respectivamente. Por su parte, la mediana de las expectativas de inflación general para los siguientes cuatro años se

mantuvo en 3.80%, en tanto que la correspondiente a la inflación subyacente pasó de 3.83 a 3.85%. La mediana de las expectativas de inflación general para el largo plazo (5 a 8 años) aumentó ligeramente de 3.58 a 3.60%, mientras que la correspondiente al componente subyacente se mantuvo en 3.50%. Finalmente, la compensación por inflación y riesgo inflacionario registró un aumento durante la mayor parte del periodo reportado y se mantiene en niveles elevados. En su interior, las expectativas implícitas en instrumentos de mercado permanecieron estables, mientras que la prima por riesgo inflacionario aumentó. Ambas continúan en niveles altos.

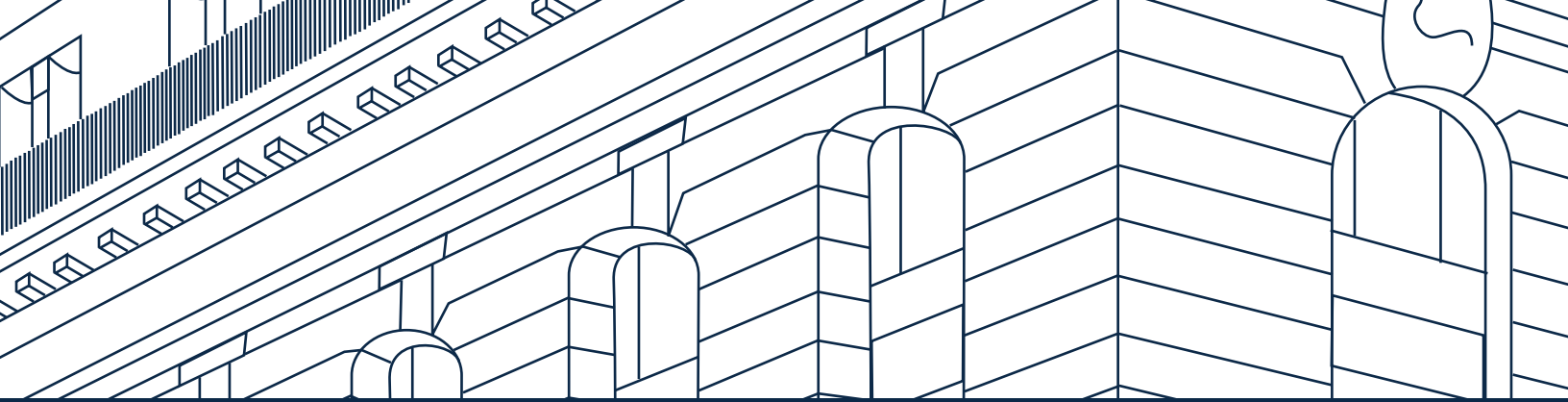
Se sigue anticipando que la inflación general converja a la meta en el cuarto trimestre de 2024. Esta previsión está sujeta a riesgos. Al alza: i) persistencia de la inflación subyacente en niveles elevados; ii) depreciación cambiaria ante eventos de volatilidad financiera internacional; iii) mayores presiones de costos; y iv) presiones en los precios de energéticos o agropecuarios. A la baja: i) una desaceleración de la economía global mayor a la anticipada; ii) un menor traspaso de algunas presiones de costos; iii) una disminución en la intensidad del conflicto geopolítico o un mejor funcionamiento de las cadenas de suministro; y iv) un efecto mayor al previsto de las medidas del Gobierno Federal ante la carestía. 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	Enero 2023	Febrero 2023	1q Marzo 2023
<b>INPC</b>	<b>7.91</b>	<b>7.62</b>	<b>7.12</b>
<b>Subyacente</b>	<b>8.45</b>	<b>8.29</b>	<b>8.15</b>
<b>Mercancías</b>	<b>11.00</b>	<b>10.65</b>	<b>10.26</b>
Alimentos, Bebidas y Tabaco	14.08	13.70	13.20
Mercancías No Alimenticias	7.53	7.22	6.94
<b>Servicios</b>	<b>5.51</b>	<b>5.55</b>	<b>5.68</b>
Vivienda	3.38	3.43	3.50
Educación (Colegiaturas)	4.48	4.83	4.88
Otros Servicios	7.53	7.51	7.70
<b>No Subyacente</b>	<b>6.32</b>	<b>5.65</b>	<b>4.15</b>
<b>Agropecuarios</b>	<b>9.93</b>	<b>9.29</b>	<b>8.11</b>
Frutas y Verduras	10.17	8.12	6.97
Pecuarios	9.73	10.22	9.02
<b>Energéticos y Tarifas Aut. por Gobierno</b>	<b>3.44</b>	<b>2.77</b>	<b>1.05</b>
Energéticos	2.52	1.50	-1.03
Tarifas Autorizadas por Gobierno	5.70	5.93	6.31

Fuente: INEGI.





BANCO DE MÉXICO®

Documento publicado el 13 de abril de 2023

