



BANCO DE MÉXICO®

Minuta número 102

Reunión de la Junta de Gobierno del Banco de México, con motivo de la
decisión de política monetaria anunciada el 10 de agosto 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: 9 de agosto 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.
- Rogelio Eduardo Ramírez de la O, Secretario de Hacienda y Crédito Público.
- Gabriel Yorio González, Subsecretario de Hacienda y Crédito Público.
- Eduardo Magallón Murguía, Secretario Suplente 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 señaló que la economía global siguió creciendo durante el segundo trimestre del año.

Algunos apuntaron que, si bien lo hizo a un ritmo menor que el registrado en el trimestre previo, fue mayor a lo que se tenía previsto. **Uno** comentó que lo anterior ocurrió en un entorno de elevada incertidumbre y de apretamiento de las condiciones monetarias globales. **La mayoría resaltó que el desempeño de la economía mundial obedece, en parte, al impulso del sector de servicios.** De manera relacionada, **algunos** mencionaron que a la resiliencia de la actividad ha contribuido la evolución favorable del consumo. **Uno** añadió el comportamiento positivo de la inversión en algunos países. **Otro** indicó que la normalización de las cadenas globales de suministro también ha apoyado al crecimiento económico global.

La mayoría hizo notar que se observa heterogeneidad en el crecimiento económico entre regiones. **Uno** subrayó que la expansión de la

actividad en la zona del euro fue marginal y que en los países de América Latina se observó una moderada recuperación. En contraste, **algunos** destacaron la resiliencia de la economía de Estados Unidos. **Uno** detalló que en ese país las cifras de actividad se han ubicado por arriba de lo previsto. **Otro** consideró que una desaceleración desincronizada entre las diversas ramas en esa economía probablemente ha evitado un debilitamiento abrupto de la actividad agregada, al tener sectores contrayéndose al tiempo que otros están expandiéndose. Opinó que lo anterior estaría asociado con los efectos asimétricos de los choques inducidos por la pandemia y con los distintos rezagos con los que opera la política monetaria, la cual ha afectado de manera más rápida y notoria a la producción industrial que a las actividades terciarias.

Algunos comentaron que las perspectivas para 2023 siguen apuntando a una desaceleración económica mundial, aunque ligeramente menor a la anteriormente prevista. **Uno** mencionó que considerando las revisiones recientes se espera un crecimiento de 3% tanto para 2023 como para 2024. **Otro** apuntó que la desaceleración prevista sería resultado, en parte, de la disipación de los efectos de los apoyos fiscales otorgados durante la pandemia y del impacto rezagado de condiciones monetarias restrictivas; destacó que este ha sido más notorio en el sector de manufacturas, principalmente en economías avanzadas. Opinó que el balance de riesgos para la actividad económica global continúa sesgado a la baja, ante diversos factores como un resurgimiento de las preocupaciones sobre los sistemas bancarios en economías avanzadas y una debilidad mayor a la prevista de la economía china. **Uno** señaló que no se prevén revisiones favorables a las perspectivas de crecimiento de las economías asiáticas, particularmente para China.

En el caso de Estados Unidos, **uno** puntualizó que los pronósticos de crecimiento se han venido revisando al alza durante este año. No obstante, **otro** comentó que aún se espera una desaceleración económica a partir del tercer trimestre en ese país. **A pesar de lo anterior, la mayoría consideró que la probabilidad de que próximamente ocurra una recesión ha disminuido.** **Uno** indicó que, aunque la política monetaria está operando, el ajuste en la economía ha sido más paulatino que en otros ciclos alcistas, por lo que ha aumentado la percepción de que podría materializarse un aterrizaje suave.

En cuanto a los mercados laborales alrededor del mundo, **algunos** recalcaron que en diversos países permanecen apretados. No obstante, **uno**

argumentó que exhiben algunas señales de un mejor balance entre la oferta y la demanda de trabajo. Precisó que en Estados Unidos la nómina no agrícola continuó moderándose, mientras que la fuerza laboral siguió mostrando una tendencia creciente. Resaltó que en dicha economía el crecimiento de los salarios nominales se ha estabilizado, en contraste con una tendencia todavía al alza en la zona del euro y en el Reino Unido.

Todos indicaron que, aunque la inflación general continuó disminuyendo en la mayor parte de las economías, aún permanece en niveles elevados. La mayoría enfatizó que en un amplio número de economías todavía se sitúa por encima de los objetivos de los bancos centrales. Atribuyó la reducción que ha exhibido la inflación general a nivel global a las menores presiones sobre los precios de energéticos y alimentos. Algunos mencionaron que, en general, se prevé que la convergencia de la inflación a la meta ocurra entre 2024 y 2025. **Uno** opinó que el proceso de convergencia sigue sujeto a una elevada incertidumbre. **La mayoría destacó que alrededor del mundo la inflación subyacente ha mostrado resistencia a disminuir. Uno** precisó que este componente sigue exhibiendo persistencia, la cual puede estar reflejando todavía efectos de los choques de la pandemia, las tensiones geopolíticas y mercados laborales estrechos, que en su conjunto se han traducido en un traspaso de costos al consumidor final. **Otro** consideró, sin embargo, que se observan algunas dinámicas diferenciadas entre economías. Detalló que, por ejemplo, en Estados Unidos se han observado menores contribuciones de los servicios al componente subyacente, mientras que en la zona del euro la inflación de servicios continúa con una tendencia creciente.

Entre los riesgos para el panorama inflacionario mundial, **algunos** mencionaron la posibilidad de un repunte en las referencias internacionales de los precios de las materias primas, en especial tras la salida de Rusia del acuerdo para la exportación de granos del Mar Negro. Como riesgo adicional, **uno** agregó los eventos climáticos que afectan diversas cosechas en el mundo. Adicionalmente, alertó sobre la posibilidad de afectaciones en las cadenas de producción, especialmente de los semiconductores, ante las tensiones comerciales entre China y Estados Unidos, y en el contexto de la alta demanda de dichos insumos por parte de los sectores de tecnología asociados con la inteligencia artificial.

La mayoría apuntó que los bancos centrales de las principales economías avanzadas

incrementaron sus tasas de referencia. Todos mencionaron como ejemplo el caso de la Reserva Federal y algunos el del Banco Central Europeo. Uno expuso que el Banco Central de Japón ajustó su programa de control de la curva de rendimientos, incrementando el límite superior para su tasa de interés de largo plazo. **Sin embargo, la mayoría consideró que los bancos centrales de las economías avanzadas parecen estar cerca del fin de sus ciclos alcistas. Agregó que estas autoridades señalaron que sus próximos movimientos dependerán de los datos. Uno** subrayó que no se descarta la posibilidad de mayores incrementos. **Otro** añadió que reiteraron su compromiso de mantener tasas elevadas por un tiempo prolongado. En cuanto a las economías emergentes, **algunos** mencionaron que las autoridades monetarias de la mayoría de estas economías mantuvieron su tasa constante, al tiempo que algunas la ajustaron a la baja. **Todos comentaron que los bancos centrales de Brasil y Chile disminuyeron su tasa de referencia, ante condiciones macroeconómicas específicas de cada economía. Uno** resaltó que en ambos casos la inflación general ha venido descendiendo. Detalló que en Brasil desde marzo la inflación se ubica por debajo de 4.75%, que es el límite superior del intervalo de tolerancia, mientras que en Chile la actividad económica se ha debilitado significativamente. **Otro** comentó que, si bien la inflación en Chile aún no converge a su meta, como en Brasil, el elevado desempleo y la perspectiva de menor crecimiento motivaron la disminución de la tasa. **Uno** puntualizó que estas economías suelen tener ciclos monetarios más pronunciados. **Algunos** indicaron que ante las condiciones macroeconómicas particulares que enfrenta cada país es previsible que continúe la heterogeneidad en la política monetaria a nivel global. **Uno** destacó que esta responde en parte a la focalización de los distintos ciclos de apretamiento monetario.

Todos mencionaron que en su reunión de julio la Reserva Federal incrementó en 25 puntos base el rango objetivo para la tasa de fondos federales. Uno notó que ello es consistente con la mediana de las proyecciones más recientes de los miembros del Comité Federal de Mercado Abierto (FOMC). **Algunos** enfatizaron que el presidente de esta institución arguyó que las disminuciones en la tasa de interés ocurrirían cuando se confirme una tendencia descendente sostenida de la inflación. **Uno** recalcó que también señaló que no considera apropiado que haya recortes este año. **Otro** destacó que además indicó que ya no esperan una recesión para este año. **Algunos** opinaron que incluso es

posible un incremento adicional en lo que resta de 2023.

La mayoría señaló que los mercados financieros internacionales recientemente mostraron volatilidad. Explicó que esta volatilidad respondió, principalmente, a las preocupaciones por la situación fiscal en Estados Unidos. Sin embargo, indicó que la reducción en la calificación crediticia de la deuda de este país tuvo un impacto moderado en los mercados. Uno subrayó que los cambios en las expectativas sobre el fin del ciclo restrictivo de las autoridades monetarias de economías avanzadas también contribuyeron a la reciente volatilidad financiera. **Algunos** destacaron que la sensibilidad de los mercados financieros ante las cifras económicas se ha incrementado debido al tono dependiente de los datos que han resaltado diversos bancos centrales. **La mayoría resaltó el aumento en la aversión al riesgo y en la volatilidad durante el periodo. En este contexto, notó que se registraron incrementos en las tasas de interés de largo plazo. Uno** apuntó que los principales índices accionarios presentaron movimientos diferenciados. **Algunos** puntualizaron que los efectos también se han resentido en los mercados cambiarios. Al respecto, **algunos** mencionaron la reciente apreciación del dólar. En este contexto, **uno** advirtió que el elevado endeudamiento público acumulado después de la pandemia y condiciones financieras astringentes, podrían mermar la capacidad de pago de los gobiernos. Añadió que disminuciones adicionales en la calificación crediticia de las deudas soberanas podrían implicar un riesgo para el crecimiento económico y la estabilidad financiera a nivel global.

Actividad Económica en México

Todos destacaron que la actividad económica nacional ha mostrado resiliencia. La mayoría puntualizó que, de acuerdo con las cifras oportunas del PIB, la economía registró un crecimiento mayor al previsto durante el segundo trimestre del año. Uno agregó que esto implicaría una expansión por séptimo trimestre consecutivo, algo no observado desde finales de 2015. **La mayoría precisó que este crecimiento estuvo impulsado por los tres grandes sectores de la actividad. En particular, subrayó el desempeño de la producción industrial y de los servicios. Uno** señaló que el crecimiento estuvo apoyado por el gasto interno. Enfatizó la contribución de una mayor inversión en obras públicas y de un crecimiento de los subcomponentes del sector

servicios que habían mostrado un mayor rezago tras la pandemia. **Otro** resaltó que el sector de los servicios es el que más ha contribuido al crecimiento. **Uno** agregó que el desempeño entre los componentes de las actividades terciarias ha sido diferenciado. **Algunos** opinaron que la fortaleza del mercado laboral también ha coadyuvado al buen desempeño de la actividad económica.

Algunos atribuyeron el desempeño favorable de la producción industrial a un incremento significativo de la construcción en obras de ingeniería civil. **Uno** precisó que esto reflejó un importante dinamismo en la construcción pública atribuible a obras ferroviarias. En contraste, comentó que la construcción del sector privado muestra una fuerte atonía y aún no regresa a los niveles previos a la pandemia. **Otro** puntualizó que, en el interior de la construcción privada, el rubro de edificación industrial, comercial y de servicios mejoró recientemente. Opinó que este rubro es el que mejor podría reflejar el proceso de relocalización. Mencionó que la tendencia positiva que se observa en el crédito destinado a naves y parques industriales sugiere que esta expansión podría continuar. Sin embargo, sostuvo que la actividad manufacturera, si bien sigue creciendo y se mantiene en niveles elevados, recientemente ha perdido dinamismo influenciada por la desaceleración de la actividad manufacturera en Estados Unidos.

La mayoría notó que la demanda interna ha seguido creciendo. Detalló que su expansión ha estado apoyada por el consumo. Uno señaló que ha crecido a un ritmo por encima de lo anticipado. **Otro** afirmó que se encuentra en niveles históricamente altos. Respecto a los determinantes del consumo, **uno** comentó que, aunque las remesas en dólares se mantienen en niveles elevados, su valor en pesos y en términos reales ha disminuido durante el año, por lo que, en su opinión, este factor difícilmente explica el dinamismo actual del gasto de los hogares. En contraste, indicó que el fortalecimiento del mercado laboral sí podría estar apoyando al consumo, especialmente de servicios. Añadió que la Encuesta Nacional de Ingreso Gasto de los Hogares (ENIGH) sugiere que ha habido una transferencia de recursos hacia los deciles de menores ingresos, los cuales tienen una mayor propensión marginal a consumir, lo que podría estar contribuyendo a un crecimiento del gasto interno mayor al previsto. **La mayoría mencionó que la inversión mantuvo su ritmo de recuperación. Uno** comentó que la construcción no residencial se reactivó de manera importante.

Algunos resaltaron que en el segundo trimestre de 2023 el valor de las exportaciones disminuyó ligeramente respecto de lo observado en el trimestre previo. A pesar de lo anterior, **algunos** notaron que las exportaciones se mantienen en niveles elevados. **Uno** sostuvo que la mayor participación de México en las importaciones de Estados Unidos ha contrarrestado los efectos de la desaceleración de las importaciones totales de dicho país. **Otro** detalló que las exportaciones manufactureras se han recuperado con respecto a la contracción de principios de año. **Uno** agregó que, a su vez, las importaciones registran un marcado crecimiento en los componentes de consumo y de bienes de capital.

En cuanto al balance de riesgos para la actividad económica nacional, **algunos** sostuvieron que este se encuentra equilibrado. En cuanto a los riesgos, **uno** detalló que, por una parte, permanece la posibilidad de una desaceleración notoria de la economía estadounidense, particularmente en 2024. Por otra parte, consideró que el proceso de reconfiguración de las cadenas globales de producción podría dar un mayor impulso a la actividad económica nacional. **La mayoría resaltó que la estimación de la brecha del producto continúa cerrándose.** **Uno** puntualizó que esta no es estadísticamente distinta de cero y **otro** señaló que su valor puntual se ubica prácticamente en cero. **Uno** añadió que se anticipa que continúe cercana a cero durante este y el próximo año.

Todos señalaron que el mercado laboral siguió mostrando fortaleza. La mayoría destacó el dinamismo del empleo y que la tasa de desempleo permanece en mínimos históricos. **Uno** mencionó que la tasa de participación laboral ha regresado a niveles cercanos a los observados antes de la pandemia. **Otro** agregó que una medida ampliada de desempleo que incluye a los trabajadores de tiempo parcial y aquellos fuera del mercado laboral pero disponibles para trabajar, también se encuentra en niveles extremadamente bajos. Indicó que se estima que la brecha de desempleo es negativa y que durante los últimos 10 meses ha seguido ampliándose. En este contexto, **algunos** expresaron que el mercado laboral continúa apretado. **La mayoría notó la magnitud relativamente alta de las revisiones salariales.** **Algunos** subrayaron que aumentó la tasa de crecimiento del salario en términos reales de los trabajadores asegurados en el IMSS. **Uno** precisó que ello responde al proceso desinflacionario y a que se han estabilizado los salarios nominales. **Otro** apuntó que las revisiones de salarios contractuales se aceleraron, en particular en el caso de las

empresas privadas. Agregó que la estimación de la brecha del producto prácticamente en cero, junto con la fortaleza del consumo y del mercado laboral no solo muestran una economía resiliente sino vigorosa y que la fortaleza en el mercado laboral podría estar ocasionando presiones sobre la estructura de costos.

Inflación en México

La mayoría aseveró que en México el proceso de desinflación ha seguido avanzando ante la mitigación de los choques derivados de la pandemia y del conflicto bélico. Al respecto, destacó el mejor funcionamiento de las cadenas de suministro y la reducción de los precios de las materias primas. Agregó que la apreciación de la moneda nacional ha contribuido a mitigar las presiones sobre los precios. Algunos advirtieron que este proceso también se ha apoyado en efectos de base de comparación.

Todos señalaron que, desde la última reunión de política monetaria, la inflación general continuó descendiendo, ubicándose en julio en 4.79%. Algunos indicaron que ligó seis meses consecutivos con disminuciones. **La mayoría puntualizó que desde septiembre de 2022, cuando alcanzó su nivel más alto en este episodio inflacionario, ya acumula una reducción de 3.91 puntos porcentuales, de los cuales 2.82 se atribuyen a la inflación no subyacente. En este contexto, resaltó que la contribución de este último componente, que es el más volátil, a la caída de la inflación general ha sido significativa.** Por su parte, **algunos** destacaron que el componente subyacente también ha coadyuvado al proceso desinflacionario y que recientemente su contribución se ha incrementado. **Uno** calculó que de los 2.06 puntos porcentuales en que ha descendido la inflación general en los últimos cuatro meses, 1.05 se atribuyen a la inflación subyacente.

Todos mencionaron que con el descenso en la inflación subyacente desde la última reunión de política monetaria, esta se ubicó en 6.64% en julio. Algunos resaltaron que desde noviembre de 2022 cuando alcanzó su nivel más alto en este periodo inflacionario, ha disminuido en total 1.87 puntos porcentuales, de los cuales 1.45 tuvieron lugar en los últimos cuatro meses. **Uno** consideró que las últimas cifras han sido positivas y que confirman una trayectoria descendente de su variación anual. Destacó que sus lecturas más recientes se han situado por debajo de lo anticipado. Añadió que las variaciones mensuales anualizadas ajustadas por estacionalidad ya se ubican cerca del

límite superior del intervalo de variabilidad. **Otro** sostuvo que el porcentaje de la canasta subyacente con inflaciones mensuales anualizadas ajustadas por estacionalidad mayores a 10% ha venido reduciéndose, de un máximo de cerca de 50% de la canasta a solo 6% en los datos más recientes. Sin embargo, notó que la proporción de la canasta con variaciones menores a 3% todavía se ubica por debajo de su promedio histórico. Argumentó que ello sugiere que, aunque se ha avanzado en el proceso desinflacionario, aún queda camino por recorrer.

A pesar del descenso del componente subyacente, la mayoría enfatizó que este aún permanece en niveles elevados. **Uno** subrayó que el problema fundamental en el proceso de desinflación continúa siendo que la inflación subyacente se encuentra lejos del objetivo. **La mayoría apuntó que exhibe un comportamiento persistente.** **Uno** comentó que, si bien esta persistencia puede deberse, en parte, a los choques derivados de la pandemia y del conflicto geopolítico, es posible que también obedezca a una contaminación en el proceso de formación de precios, como lo sugiere la mayor frecuencia y magnitud de los ajustes en estos. Además, argumentó que, si bien las presiones externas sobre este componente han disminuido, las internas se han incrementado. Destacó que, en su opinión, estas últimas se deben, en parte, a presiones de demanda, a mayores expectativas de inflación y a la política salarial. Externó que el desempeño favorable del consumo privado es evidencia de presiones de demanda. Consideró que el crecimiento de los salarios se mantiene en niveles que no son compatibles con la meta de inflación y alertó que no se perciben signos de moderación en la dinámica salarial. **Algunos** sostuvieron que esta persistencia estaría reflejando la dinámica de los precios de los servicios.

En el interior de la inflación subyacente, la mayoría notó que la de las mercancías ha continuado descendiendo. **Algunos** opinaron que ello ha reflejado la mitigación de los choques globales. **Uno** subrayó que la inflación de las mercancías acumula siete meses con reducciones. **No obstante, la mayoría coincidió en que permanece en niveles altos.** **Uno** detalló que la inflación anual de las mercancías alimenticias aún se sitúa en niveles cercanos a los dos dígitos. **La mayoría consideró que la inflación de los servicios aún no muestra un claro punto de inflexión a la baja.** Destacó que se mantiene alta. **Uno** puntualizó que lo anterior no solamente se observa en México sino también en diversas

economías. **Otro** comentó que a pesar de que se mantiene por encima de sus promedios históricos, varios de los choques observados en el año no se han acumulado como sucedió en 2021 y 2022. **Uno** profundizó que, desde la última decisión de política monetaria, la inflación de los servicios distintos a la vivienda y educación disminuyó ligeramente. Al respecto, **otro** complementó que las inflaciones de los servicios de alimentación y de transporte se mantienen elevadas. **Algunos** resaltaron que la inflación de los servicios de educación aún muestra una tendencia al alza. **Uno** indicó que esto también se observa en la inflación de la vivienda.

La mayoría argumentó que la normalización de los patrones de consumo de las familias ha incidido sobre la evolución de la inflación de los servicios. **Algunos** sostuvieron que el comportamiento de la inflación de servicios ha reflejado el efecto rezagado de las presiones de costos acumuladas a raíz de los choques globales. **Uno** comentó que, si bien al inicio de la pandemia los hogares reasignaron su gasto de los servicios hacia las mercancías, la demanda por los primeros ha venido aumentando conforme se ha incrementado la movilidad de la población. Consideró que este proceso ha tomado tiempo, como lo evidencia la lenta recuperación que se ha observado en los indicadores de actividad de los servicios de entretenimiento y de alojamiento y preparación de alimentos. Así, reflejan las presiones de costos que se acumularon en el contexto de la recuperación de la demanda que enfrentan. **Otro** opinó que los elevados niveles de la inflación de los servicios no necesariamente revelan presiones internas. Reconoció que existe cierto efecto del dinamismo de la economía y del mercado laboral sobre los precios de los servicios, pero consideró que este efecto no parece ser de una magnitud suficiente para explicar los niveles elevados de la inflación de los servicios. Opinó que, en todo caso, lo anterior ha contribuido a la persistencia de la subyacente, por lo que es importante continuar con su monitoreo. Agregó que, para la conducción de la política monetaria, es necesario distinguir apropiadamente los factores detrás de la dinámica inflacionaria.

La mayoría apuntó que en julio el componente no subyacente registró una variación anual negativa de -0.67%. Subrayó que se encuentra en niveles históricamente bajos. Agregó que en el pasado no se habían observado variaciones anuales menores que cero, salvo al inicio de la pandemia. **Uno** destacó la fuerte disminución que ha presentado este componente desde agosto de 2022

cuando registró niveles de doble dígito. Asimismo, resaltó las fuertes reducciones que en este periodo han exhibido las inflaciones de energéticos y de bienes agropecuarios. **Otro** consideró que el descenso de la inflación no subyacente es resultado de la mitigación de los choques globales. Aseveró que la caída significativa de los precios de los energéticos, principalmente del gas LP, y los bajos precios de los agropecuarios han ayudado al proceso desinflacionario.

Todos subrayaron que las expectativas de inflación de mayor plazo provenientes de encuestas se mantuvieron estables en niveles por encima de la meta. **Uno** puntualizó que, si bien las expectativas de mediano y largo plazo registraron ligeros incrementos a lo largo de este episodio inflacionario, en general se han mantenido ancladas. Detalló que, pese a su buen desempeño, la distribución de dichas expectativas muestra cierta bimodalidad con un sesgo hacia lecturas altas. Comentó que este fenómeno ya se había presentado en otros episodios, y que en su momento se corrigió. No obstante, **otro** advirtió que las expectativas de mediano y largo plazos permanecen por encima de la meta y no muestran una tendencia a la baja. **La mayoría mencionó que las expectativas de corto plazo disminuyeron.** **Uno** consideró que, aunque las lecturas de las expectativas de inflación han mejorado, aún queda tarea por hacer, por lo que se debe procurar que la política monetaria siga contribuyendo a su mejoría. **Otro** señaló que las expectativas del componente subyacente para el cierre del 2024 aún se encuentran por encima de la cota superior del rango objetivo. Respecto de las expectativas extraídas de instrumentos de mercado, **uno** comentó que la compensación por inflación y riesgo inflacionario muestra una tendencia descendente debido a la disminución de la prima por riesgo inflacionario, la cual se encuentra por debajo de su promedio histórico. Opinó que el comportamiento de las expectativas es consistente con permitir que el proceso desinflacionario continúe avanzando conforme a lo previsto.

La mayoría destacó que los pronósticos del Instituto Central siguen anticipando que la inflación converja a la meta en el cuarto trimestre de 2024. **Uno** mencionó que para esta reunión los pronósticos de la inflación general permanecieron prácticamente sin cambio. **La mayoría resaltó que los correspondientes a la inflación subyacente se ajustaron marginalmente al alza en el corto plazo.** **Uno** apuntó que dicha revisión se compensó con un ajuste a la baja en la previsión del componente no subyacente. **Otro** subrayó que en el

margen deberán observarse mejoras significativas en las cifras de inflación subyacente para que las tasas anuales continúen descendiendo. En ese sentido, comentó que la inflación subyacente podría durar fuera del rango objetivo más de la esperado. **Algunos** estimaron que el efecto de base de comparación que ha beneficiado a la inflación anual comenzará a ser menor hacia 2024. Al respecto, **uno** sostuvo que puede anticiparse que el proceso de convergencia enfrente dificultades durante el próximo año. **Otro** destacó que en esta etapa del proceso desinflacionario es previsible que la velocidad en que disminuyan los componentes de la inflación sea heterogénea, que el proceso no sea lineal y que puedan presentarse repuntes en la inflación en algunos momentos.

Todos coincidieron en que el balance de riesgos respecto de la trayectoria prevista para la inflación en el horizonte de pronóstico se mantiene sesgado al alza. Entre los riesgos para la inflación, enfatizaron la persistencia del componente subyacente en niveles elevados. **Algunos** agregaron como riesgo al alza la posibilidad de mayores presiones de costos, principalmente provenientes de la fortaleza del mercado laboral y de la demanda interna. **Uno** advirtió que la posibilidad de que la economía crezca por encima de 3% estrecharía la brecha del producto y podría dar lugar a presiones inflacionarias. **Otro** apuntó el riesgo de una depreciación cambiaria ante episodios de volatilidad financiera internacional. Detalló que existe el riesgo de que se presente una corrección en las expectativas del mercado sobre la futura postura monetaria de la Reserva Federal, lo cual podría afectar a la trayectoria prevista para la cotización del peso y, en consecuencia, a la convergencia de la inflación a la meta. **Uno** añadió que la inseguridad y posibles incrementos adicionales al salario mínimo también podrían propiciar aumentos en los costos de las empresas. **La mayoría señaló el riesgo de que en los siguientes meses el aumento en la inflación no subyacente sea mayor al esperado.** **Uno** consideró preocupante la expectativa de que la dinámica favorable del componente no subyacente se revierta en un contexto en el que la inflación subyacente aún permanezca en niveles altos. **Otro** estimó que un riesgo adicional deriva de que, siendo el componente no subyacente el factor principal que ha permitido reducir la inflación general y que ha alcanzado su nivel histórico más bajo, es previsible que regrese a valores congruentes con sus niveles promedio, que son más elevados que los previstos en el pronóstico, dificultando la convergencia a la meta. **Uno** consideró que la alta incidencia de la

inflación no subyacente en la mejora del panorama inflacionario constituye una debilidad estructural para la dinámica de la inflación general. Mencionó el riesgo de presiones en los precios de los agropecuarios frente al impacto del fenómeno meteorológico “El Niño”. **Otro** notó que algunos elementos que han actuado a favor de la convergencia de la inflación, como son el descenso de los precios de las materias primas y los efectos base, podrían tener una menor contribución a dicha convergencia hacia el final del año. **Algunos** opinaron que no pueden descartarse nuevos choques ante un ambiente de elevada incertidumbre. **La mayoría consideró que, ante los riesgos, la mejora en el panorama inflacionario aún es delicado.**

Entorno Macrofinanciero

En lo referente al financiamiento en la economía, **uno** observó que tanto el financiamiento total, como el interno continuaron creciendo. **La mayoría notó que el crédito bancario destinado al consumo siguió expandiéndose. Uno** asoció lo anterior con la fortaleza del mercado laboral. **Algunos** notaron que el crédito dirigido a las empresas también continuó creciendo. Sin embargo, **uno** detalló que su tasa de expansión se ha estabilizado. Por otra parte, indicó que la información más reciente apunta a una mayor demanda de crédito bancario, tanto de empresas como de hogares, y a un estrechamiento de la oferta para algunos sectores. Hacia adelante, señaló que se espera que la demanda de crédito siga mostrando dinamismo y que la oferta continúe mostrando heterogeneidad, aunque no necesariamente se anticipa que se estrechen las condiciones de otorgamiento. Destacó que se continúa observando una sustitución de activos líquidos por instrumentos a plazo por parte de empresas y hogares. **Otro** subrayó que los niveles de morosidad se mantienen en niveles relativamente bajos y estables.

La mayoría subrayó que el peso mexicano continuó mostrando el comportamiento resiliente que se ha venido observando. Uno apuntó que en julio de este año el tipo de cambio nominal alcanzó niveles no vistos desde diciembre de 2015, a la vez que en términos reales alcanzó niveles similares a los observados en mayo de 2013. **Otro** indicó que el peso ha acumulado una ganancia de alrededor de 12% durante 2023. **Entre los factores que han explicado la resiliencia de la moneda nacional en el mediano plazo, la mayoría mencionó el diferencial de tasas de interés internas y externas ajustado por volatilidad, así**

como los sólidos fundamentos macroeconómicos de México con respecto a otras economías emergentes. Algunos añadieron que las perspectivas positivas sobre el proceso de relocalización también han contribuido. **Uno** agregó el alto flujo de remesas, el debilitamiento del dólar y la incertidumbre sobre el inicio de un ciclo de relajamiento por parte de la Reserva Federal.

Algunos comentaron que los mercados financieros nacionales recientemente registraron volatilidad, en línea con lo observado en los mercados financieros internacionales. **Uno** notó que desde la última reunión el peso mostró un rango amplio de cotización de alrededor de 80 centavos, finalizando el periodo con una ligera depreciación. **La mayoría destacó que, a pesar de la reciente volatilidad asociada con una mayor aversión al riesgo, las condiciones de operación del mercado cambiario permanecieron en niveles adecuados. Uno** señaló que se continuaron construyendo posiciones largas sobre el peso mexicano en el mercado de derivados para tomar ventaja del diferencial de tasas, lo cual ha sido comparable con la magnitud de los flujos observados en remesas a lo largo del trimestre. Agregó que los inversionistas no residentes aprovecharon las fluctuaciones recientes del tipo de cambio para incrementar sus posiciones en bonos M, comportamiento que, a su vez, contribuyó a limitar el ajuste al alza en el tipo de cambio. Argumentó que en un régimen de flexibilidad cambiaria las fluctuaciones del tipo de cambio funcionan como un estabilizador automático al absorber los choques que se presentan. Comentó que en dicho régimen las autoridades no procuran un cierto nivel de cotización, sino que se enfocan en que las condiciones de operación del mercado cambiario permanezcan ordenadas.

La mayoría notó que las tasas de interés de largo plazo de valores gubernamentales aumentaron a raíz del reciente episodio de aumento en la aversión al riesgo. Uno precisó que la curva de rendimientos mantuvo métricas de operación estables. **Otro** expuso que el mercado accionario presentó un desempeño negativo en este periodo, afectado por el sector de comunicaciones. **Algunos** señalaron que una agencia redujo la calificación crediticia de Pemex y que otra cambió su perspectiva de estable a negativa. **Uno** alertó sobre el mayor costo financiero que podría enfrentar esta empresa y sobre posibles dificultades para cubrir sus necesidades de refinanciamiento de corto plazo. Argumentó que las múltiples revisiones a la baja en la calificación que han sucedido entre enero de 2019 y julio de 2023 advierten sobre el reciente deterioro

financiero de la empresa. Mencionó que la falta de inversión en mantenimiento, de cambios en su estrategia de negocios y la perspectiva de menores inversiones en capital han aumentado su dependencia de los recursos federales, lo que podría ser un riesgo para la calificación de la deuda soberana. Agregó que el sistema bancario mexicano tiene una exposición significativa a esta empresa. Por su parte, **otro** consideró que la baja en la calificación de esta empresa tuvo un impacto limitado en los mercados financieros nacionales. Detalló que las primas por riesgo soberano de México se mantuvieron prácticamente sin cambios.

Política Monetaria

La Junta de Gobierno evaluó la magnitud y diversidad de los choques inflacionarios y de sus determinantes, así como la evolución de las expectativas de mediano y largo plazos y el proceso de formación de precios. Consideró que el proceso de desinflación continuó avanzando ante la mitigación de diversas presiones. Sin embargo, juzgó que siguen incidiendo sobre la inflación, de modo que esta permanece alta. Además, opinó que el panorama inflacionario continúa siendo muy complejo. Con base en lo anterior y tomando en cuenta la postura monetaria ya alcanzada, la Junta de Gobierno, con la presencia de todos sus miembros, decidió por unanimidad mantener el objetivo para la Tasa de Interés Interbancaria a un día en 11.25%. Con esta decisión, la postura de política monetaria se mantiene en la trayectoria requerida para lograr la convergencia de la inflación 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. Estima que el panorama inflacionario será complicado e incierto a lo largo de todo el horizonte de pronóstico, con riesgos al alza. Ante ello, para lograr la convergencia ordenada y sostenida de la inflación general a la meta de 3%, considera que será necesario mantener la tasa de referencia en su nivel actual durante un periodo prolongado. El banco central reafirma su compromiso con su mandato prioritario y la necesidad de perseverar en sus esfuerzos por consolidar un entorno de inflación baja y estable.

Un miembro enfatizó que es indispensable continuar con un enfoque de mucha cautela, evaluando cuidadosamente el panorama para la inflación y sus determinantes. Destacó que desde la

última reunión de política monetaria el proceso de desinflación en México continuó avanzando. No obstante, advirtió que el panorama sigue siendo complejo e incierto. Puntualizó que si bien la inflación ha descendido su camino hacia la meta aún es largo y con desafíos significativos. Por ello, consideró que la tasa debe permanecer en su nivel actual durante un periodo aún prolongado. Opinó que ello dará tiempo para que el proceso desinflacionario continúe y se torne más generalizado entre los componentes de la inflación. Agregó que también permitirá evaluar el comportamiento de los determinantes de la inflación. Recalcó que el proceso de desinflación responde a las acciones de política monetaria, así como al desvanecimiento de los efectos de los choques inflacionarios. Subrayó que en este episodio las decisiones del Banco de México han coadyuvado al anclaje de las expectativas de inflación, especialmente las de largo plazo. Señaló que, a pesar de la magnitud de las presiones inflacionarias, dichas expectativas han permanecido estables. Añadió que la política monetaria también ha contribuido a un comportamiento resiliente del peso mexicano, en un entorno de condiciones monetarias globales apretadas. Sostuvo que el anclaje de las expectativas de inflación de mayor plazo ha contribuido a que los choques inflacionarios no hayan propiciado niveles de inflación aún más altos. Explicó que el comportamiento de la moneda nacional también ha contribuido al proceso desinflacionario. Reiteró que lo anterior no significa que se tenga una meta para el diferencial de tasas o para el nivel del tipo de cambio. Comentó que, si bien el Banco de México da seguimiento a la política monetaria internacional, este solamente es un factor, entre muchos que se analizan en cada reunión. Apuntó que las decisiones que toman los bancos centrales obedecen a las condiciones macroeconómicas particulares que prevalecen en cada economía. Argumentó que debido a lo anterior actualmente se observa cierta heterogeneidad en la dirección de las decisiones que están tomando las autoridades monetarias. Mencionó que, en el caso de México, el Instituto Central continuará tomando sus decisiones de política monetaria en función del panorama inflacionario del país. Concluyó enfatizando que, en congruencia con el mandato constitucional, la política monetaria debe seguir teniendo como prioridad que se consolide un entorno de estabilidad de precios. Resaltó que ello es en beneficio de la población mexicana, especialmente de los sectores de menores ingresos, que se ven afectados en mayor medida ante los efectos regresivos del fenómeno inflacionario.

Otro miembro consideró que es indispensable preservar el nivel de restricción monetaria alcanzado para continuar con el descenso de la inflación conforme a lo previsto y mitigar los riesgos al alza de la inflación. Argumentó que la elevada incertidumbre sobre el proceso inflacionario y el balance de riesgos sesgado al alza obligan a seguir actuando con cautela, favoreciendo una postura de política monetaria flexible y condicionada a la nueva información. Apuntó que por ello no puede descartarse que el nivel de restricción monetaria deba mantenerse por más tiempo de lo previsto o incluso que se requiera de un mayor apretamiento. Opinó que el comunicado debe reconocer que la evolución favorable de la inflación ha respondido principalmente a la influencia de factores externos y al componente no subyacente y que, por el contrario, las presiones de origen interno pueden obstaculizar la convergencia de la inflación a la meta. Indicó que existen dos factores de riesgo con implicaciones significativas para la conducción de la política monetaria en el corto y mediano plazos y que obligan a no apresurarse con el retiro de la restricción monetaria. Mencionó como primer factor el rezago acumulado en la inversión física y la caída en la productividad que pueden haber disminuido el crecimiento potencial de la economía. Estimó que, de ser este el caso, es posible que las presiones inflacionarias de demanda se materialicen incluso cuando las estimaciones tradicionales de la brecha del producto no indiquen una sobreutilización de la capacidad productiva. Notó como segundo factor la situación financiera de Pemex por su posible impacto en las finanzas públicas, la estabilidad financiera y el tipo de cambio. Comentó que estos dos factores refuerzan la conveniencia de mantener la postura monetaria en terreno restrictivo durante todo el horizonte de planeación. Expresó que ello es una condición necesaria no solo para inducir la convergencia de la inflación a la meta, sino también para administrar los riesgos asociados con dicha convergencia.

Un miembro opinó que, a pesar de su mejoría, el panorama inflacionario sigue enfrentando riesgos internos e idiosincrásicos y factores estructurales, ante los cuales se requiere mantener el nivel actual de la tasa de referencia por un tiempo indefinido. Consideró que, dadas las crecientes presiones internas sobre la inflación, la política monetaria debe seguir considerando al contexto externo como un factor secundario. Al respecto, mencionó que se mantiene un amplio diferencial de tasas respecto de Estados Unidos y que los riesgos globales están contenidos. Comentó que, si bien el tipo de cambio ha contribuido a mitigar las presiones externas de

precios, su nivel no es un objetivo para la toma de decisiones. Argumentó que el inicio de la relajación monetaria en algunas economías emergentes obedece a contextos independientes al de México, por lo que no puede tomarse como referencia para determinar la postura monetaria del Instituto Central. Advirtió que ante las todavía elevadas expectativas de inflación general y subyacente para 2024, es fundamental señalar que se mantendrá una postura restrictiva para garantizar el anclaje de las expectativas. Sostuvo que será importante vigilar que los efectos de dicha postura se transmitan plenamente a la economía. Alertó que varios analistas y el mercado están descontando una disminución en la tasa de referencia antes de que finalice el 2023. Sin embargo, puntualizó que aún es prematuro considerar una posible reducción, inclusive en el caso de un ajuste fino para evitar una postura demasiado restrictiva. Apuntó que por el momento el apretamiento de la postura restrictiva continuará mediante el manejo pasivo de la política monetaria. Estimó que la normalización hacia una postura neutral se vislumbra más allá del horizonte de pronóstico. Finalmente, expresó que en la guía prospectiva se debe seguir caracterizando como prolongado al periodo en el que la tasa objetivo se mantendrá fija, dado que dicho periodo pudiera extenderse en lo que resta del año. Por ello, externó que es fundamental que dicha guía ofrezca una señal de que aún no se ha resuelto el problema inflacionario y destaque el compromiso con el mandato prioritario de estabilidad de precios.

Otro miembro consideró que el proceso desinflacionario sigue avanzando, si bien algunos elementos que han actuado en favor de la convergencia podrían contribuir menos hacia el final del año y el balance de riesgos aún se encuentra sesgado al alza. Señaló que la naturaleza de los choques experimentados desde la pandemia ha preservado un ambiente de alta incertidumbre que podría ampliar el rezago con el que opera la política monetaria. Apuntó que estos rezagos son considerables y pueden no ser estables en todo el horizonte. Destacó que la mayor resiliencia de la economía puede sugerir una transmisión de la política monetaria más gradual hacia la demanda interna, lo cual contribuye a una disminución más lenta del componente subyacente. Notó que esto último podría explicarse, entre otros factores, por la normalización de los patrones de consumo, los cuales han impulsado el crecimiento de las actividades terciarias cuya sensibilidad a las tasas de interés suele ser menor que en otros sectores. Mencionó que el mejor desempeño de la economía también ha contribuido a atenuar las condiciones

más astringentes del crédito y a mantener al alza los precios de diversos activos, lo cual ha significado que los canales de crédito y precios de activos estén operando lentamente. Señaló que, a pesar de ello, el apretamiento monetario se ha incrementado tanto por el aumento de la tasa real ex-ante como por el comportamiento del tipo de cambio real. Indicó que el nivel de restricción alcanzado está contribuyendo al anclaje de las expectativas de inflación y al proceso desinflacionario. Sin embargo, sostuvo que la restricción monetaria aún requerirá de un periodo prolongado para poder transmitirse adecuadamente y garantizar: la consolidación de una tendencia ordenada y sostenida de la inflación a la meta de 3%, un balance de riesgos neutral en torno al pronóstico y un movimiento de las expectativas hacia sus promedios históricos. Tomando en cuenta todo lo anterior, consideró que la tasa de referencia debe mantenerse en su nivel actual. Advirtió que las expectativas implícitas en el mercado de renta fija anticipan un ciclo de recortes a la tasa de referencia para 2024 semejante al de un escenario de crisis económica, lo cual no es consistente con el comportamiento esperado para la actividad. Expresó que, en este entorno de elevada incertidumbre, la comunicación debe enfatizar que la postura seguirá siendo flexible y dependiente de los datos, con la finalidad de cumplir con el mandato constitucional.

Un miembro consideró que la sólida postura adoptada por el Banco de México ha contribuido al proceso desinflacionario. No obstante, indicó que, a pesar de las mejores lecturas de inflación y su perspectiva más favorable, hay elementos que hacen conveniente continuar con un enfoque de cautela y mantener la tasa en su nivel actual por un tiempo prolongado. Destacó que, dado que se cuenta con una postura congruente con la convergencia de la inflación y que la política monetaria opera con rezagos, debe permitirse que sus efectos sigan incidiendo sobre la economía, que parece estar en su nivel potencial. Consideró además como un reto importante la persistencia de la subyacente y en adición que el balance de riesgos de la inflación se mantiene sesgado al alza en un ambiente de elevada incertidumbre, por lo que no podrían descartarse nuevos choques. Asimismo, opinó que si bien se han mantenido ancladas, hay aún afectaciones en las expectativas de inflación y durante este periodo de pausa seguirán observándose mejoras en sus lecturas. Destacó que este tiempo también permitirá analizar los efectos de los choques asociados con el episodio inflacionario global sobre la forma de operar de la economía, no solo los de corto plazo, sino también los posibles impactos de largo plazo. Por otra parte, externó que

el nivel de restricción alcanzado es lo suficientemente robusto ante posibles cambios en la postura relativa a otras economías. Indicó que el actuar oportuno y decidido del Banco de México le ha permitido implementar un ciclo de apretamiento más gradual que el de otras economías emergentes, pero más oportuno que el de las avanzadas. En ese sentido, opinó que es previsible que haya heterogeneidad en el ritmo de normalización de los ciclos monetarios. Sobre la guía prospectiva, subrayó que esta ha permitido transmitir de manera efectiva la visión del Banco de México sobre el panorama inflacionario. Agregó que, sin ser demasiado explícita, ha contribuido a fortalecer la postura monetaria. Elaboró que ante el entorno incierto y complejo que prevalece, debe procurarse un uso moderado y eficaz de la guía futura, que la consolide como un vehículo que facilite la comprensión de las acciones de política monetaria hacia delante. Opininó que se debe transmitir que actualmente no es prudente discutir la posibilidad de recortes en la tasa de referencia y que deberá continuar en su nivel actual por un tiempo prolongado que permita observar mejoras sustanciales en el panorama inflacionario, al tiempo que busque propiciar un ajuste ordenado de la economía y de los mercados.

3. DECISIÓN DE POLÍTICA MONETARIA

La Junta de Gobierno evaluó la magnitud y diversidad de los choques inflacionarios y de sus determinantes, así como la evolución de las expectativas de mediano y largo plazos y el proceso de formación de precios. Consideró que el proceso de desinflación continuó avanzando ante la mitigación de diversas presiones. Sin embargo, juzgó que siguen incidiendo sobre la inflación, de modo que esta permanece alta. Además, opinó que el panorama inflacionario continúa siendo muy complejo. Con base en lo anterior y tomando en cuenta la postura monetaria ya alcanzada, la Junta de Gobierno, con la presencia de todos sus miembros, decidió por unanimidad mantener el objetivo para la Tasa de Interés Interbancaria a un día en 11.25%. Con esta decisión, la postura de política monetaria se mantiene en la trayectoria requerida para lograr la convergencia de la inflación 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. Estima que el panorama inflacionario será complicado e incierto a lo largo de todo el horizonte de pronóstico, con riesgos al alza.

Ante ello, para lograr la convergencia ordenada y sostenida de la inflación general a la meta de 3%, considera que será necesario mantener la tasa de referencia en su nivel actual durante un periodo prolongado. El banco central reafirma su compromiso con su mandato prioritario y la necesidad de perseverar en sus esfuerzos por consolidar un entorno de inflación baja y estable.

4. VOTACIÓN

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

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.

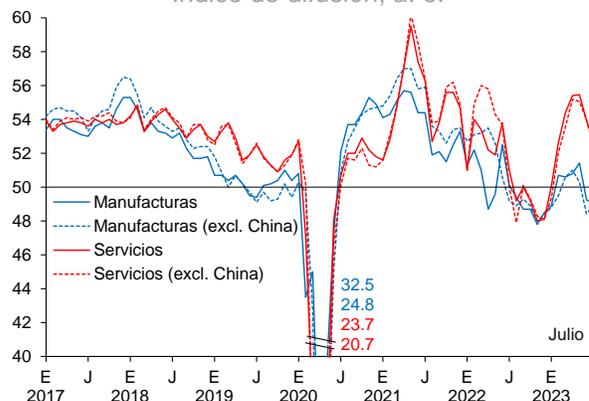
A.1. Condiciones externas

A.1.1. Actividad económica mundial

Los indicadores disponibles sugieren que durante el segundo trimestre de 2023 la actividad económica mundial se habría expandido a un ritmo más moderado que en el trimestre previo, si bien ligeramente mayor al que se anticipaba al inicio del trimestre. El desempeño de la actividad global habría sido heterogéneo entre economías y sectores. En las economías avanzadas habría sido similar al del trimestre previo y en varias de las principales economías emergentes se habría desacelerado, destacando el caso de China. Los índices de gerentes de compras apuntan a una continua expansión de los servicios y a debilidad de la actividad manufacturera en el nivel global a principios del tercer trimestre (Gráfica 1). Entre los riesgos globales destacan la prolongación de las presiones inflacionarias, el agravamiento de las tensiones geopolíticas, condiciones financieras más apretadas y, en menor medida, retos para la estabilidad financiera.

En Estados Unidos, el Producto Interno Bruto (PIB) creció a una tasa trimestral ajustada por estacionalidad de 0.6% en el segundo trimestre después de haber aumentado 0.5% en el primer trimestre del año. La expansión en el segundo trimestre fue impulsada por el consumo privado, la inversión de los negocios, el gasto del gobierno y la acumulación de inventarios (Gráfica 2).¹ Las contribuciones positivas de los factores mencionados fueron contrarrestadas ligeramente por el impacto negativo de las exportaciones netas y de la inversión residencial.

Gráfica 1
Global: Índice de Gerentes de Compras de Producción y Actividad
Índice de difusión, a. e.^{1/}



a. e. / Cifras con ajuste estacional.

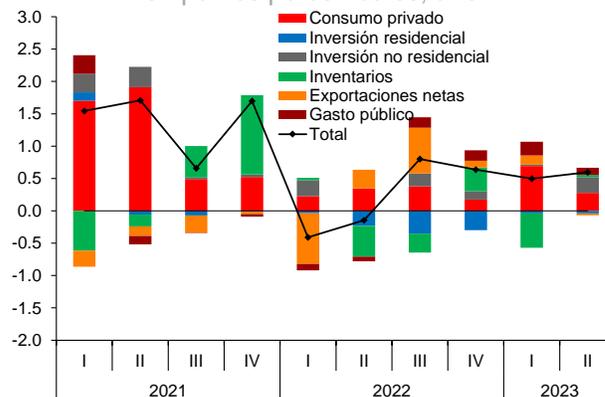
1/ El índice varía entre 0 y 100 puntos, una lectura por encima de 50 puntos se considera un aumento general en comparación al mes previo y por debajo de 50 puntos una disminución general.

Nota: Las cifras en la gráfica corresponden a los respectivos niveles mínimos de cada indicador.

Fuente: IHS Markit.

Gráfica 2
EUA: PIB Real y sus Componentes

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



a. e. / Cifras con ajuste estacional.

Fuente: BEA.

¹ Expresado como tasa trimestral anualizada y ajustada por estacionalidad, la variación del PIB de Estados Unidos fue de

2.4% en el segundo trimestre y de 2.0% en el primer trimestre de 2023.

En junio, la producción industrial en Estados Unidos se contrajo 0.5% a tasa mensual ajustada por estacionalidad, luego de decrecer 0.5% en mayo. La reducción en junio reflejó una disminución en todos sus rubros, destacando la caída de 2.6% en la generación de electricidad y gas. La actividad manufacturera disminuyó 0.3%, principalmente como resultado de una caída en el rubro de bienes no duraderos y, en menor medida, en el de bienes duraderos. En el segundo trimestre, el gasto en construcción no residencial continuó expandiéndose, particularmente en el sector de tecnología. Los índices de gerentes de compras apuntan a cierta atonía del sector manufacturero a principios del tercer trimestre.

El mercado laboral en Estados Unidos se mantuvo apretado a pesar de que algunos indicadores han exhibido signos de moderación. La nómina no agrícola siguió expandiéndose, si bien a un ritmo más moderado, al pasar de una generación de 281 mil nuevas plazas en mayo a 186 mil nuevas plazas en promedio por mes en junio y julio. La tasa de vacantes se mantuvo en niveles que sugieren un mercado laboral aún apretado. Las solicitudes iniciales del seguro de desempleo continuaron en niveles bajos. La tasa de desempleo permaneció baja, al pasar de 3.7% en mayo a 3.5% en julio.

En la zona del euro, la actividad económica se expandió moderadamente en el segundo trimestre de 2023. El PIB creció 0.3% a tasa trimestral ajustada por estacionalidad luego de haberse estancado en el trimestre previo.² No obstante, la actividad económica continuó mostrando señales de debilidad ante la atonía de la demanda interna. Además, la actividad manufacturera de la región siguió perdiendo dinamismo debido a la moderación de la demanda mundial y al apretamiento de las condiciones financieras. El sector de los servicios mostró resiliencia, si bien ha perdido cierto dinamismo. La tasa de desempleo se mantuvo sin cambio en junio en 6.4%.

Las principales economías emergentes habrían presentado un crecimiento heterogéneo del PIB en el segundo trimestre de 2023. Asia Emergente habría registrado un menor ritmo de crecimiento en la mayoría de las economías. En el caso de China, en el segundo trimestre de 2023 el ritmo de crecimiento de la actividad económica se moderó. En Europa Emergente, la mayoría de las economías habría mostrado una expansión moderada respecto

del trimestre previo. Por su parte, para América Latina la actividad habría exhibido una contracción en varios países.

Los precios internacionales de las materias primas registraron un comportamiento mixto desde la última decisión de política monetaria en México. Los precios del petróleo mostraron una tendencia al alza a partir de julio, como resultado de los anuncios de la extensión en los recortes en la producción de petróleo en Arabia Saudita y algunos otros miembros de la Organización de los Países Exportadores de Petróleo y países aliados (OPEP+), así como de la reducción de los inventarios comerciales de crudo en los Estados Unidos, entre otros factores. Por su parte, los precios de referencia del gas natural en Europa exhibieron volatilidad a lo largo del periodo, aunque se ubicaron a inicios de agosto por debajo del nivel registrado en la última decisión de política monetaria en México. En Estados Unidos, aumentaron en respuesta a condiciones climatológicas más cálidas de lo anticipado, a la disminución en la producción de energía eólica en junio, y a una reducción de inventarios. Los precios de los granos mostraron una elevada volatilidad durante el periodo. Si bien la no ratificación del acuerdo conocido como la Iniciativa de Granos del Mar Negro presionó los precios al alza significativamente, estos experimentaron presiones a la baja posteriormente ante las mejoras en los pronósticos de lluvias en los Estados Unidos, así como por una cosecha mayor a la esperada de maíz en los Estados Unidos y de trigo en Argentina. Con ello, los precios se ubicaron a inicios de agosto por debajo del nivel registrado al inicio del periodo desde la última decisión de política monetaria. Finalmente, las cotizaciones de los metales industriales presentaron un comportamiento al alza durante gran parte del periodo referido. Ello estuvo principalmente asociado con una disminución en la producción de metales en Europa. No obstante, a principios de agosto los precios se vieron presionados a la baja, en un contexto de preocupaciones sobre la demanda por parte de China y la acumulación de inventarios en dicho país.

A.1.2. Política monetaria y mercados financieros internacionales

La inflación general continuó disminuyendo en la mayoría de las principales economías, aunque permanece en niveles elevados y por encima de los objetivos de los bancos centrales en la mayoría de

² Expresado como tasa trimestral anualizada ajustada por estacionalidad, la variación del PIB de la zona del euro fue de

1.1% en el segundo trimestre y 0.1% en el primer trimestre de 2023.

los casos. A la reducción contribuyeron las menores presiones en los precios de los energéticos, cuya inflación incluso se ubicó en niveles negativos en varias economías como resultado, en parte, de un efecto de base de comparación. La caída de la inflación también reflejó, en menor medida, una inflación más baja de los alimentos. La inflación del componente subyacente siguió mostrando resistencia a disminuir. A la reducción de la inflación subyacente ha contribuido la normalización de las cadenas de suministro globales.

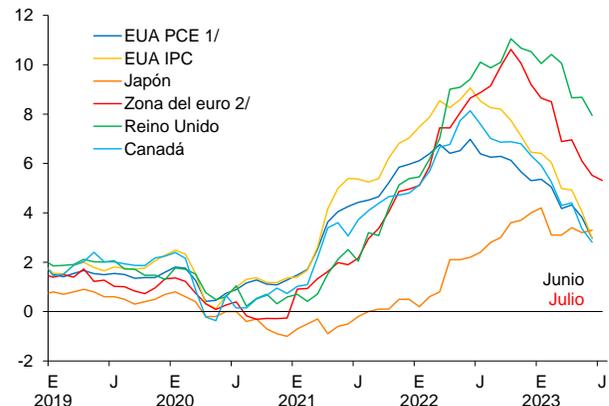
En la mayoría de las principales economías avanzadas, la inflación general disminuyó (Gráfica 3). La inflación del componente subyacente también retrocedió, si bien en varios casos en menor medida que la inflación general. Las lecturas de inflación general y subyacente más recientes en varias de las principales economías avanzadas se ubicaron por debajo de los niveles esperados por los analistas. En Estados Unidos, la inflación general medida por el deflactor del gasto en consumo personal retrocedió de 3.8% a tasa anual en mayo a 3.0% en junio, manteniéndose aún en niveles superiores al objetivo de inflación de 2%. Lo anterior reflejó una reducción en la inflación de los alimentos y del componente subyacente. La caída en la variación anual de este último rubro fue menor, al pasar de 4.6 a 4.1% en el mismo periodo, como resultado de un retroceso en la inflación tanto de los bienes como de los servicios. La inflación general medida por el índice de precios al consumidor cayó en términos anuales de 4.0% en mayo a 3.0% en junio. Asimismo, la inflación anual del componente subyacente pasó de 5.3 a 4.8% en el mismo periodo.

Los pronósticos de inflación de corto plazo de los analistas se han mantenido relativamente estables para la mayoría de las principales economías avanzadas, si bien en algunos casos se han observado incrementos. No obstante, continúan previendo una moderación de la inflación general en 2023 respecto de los niveles registrados en 2022, aunque la inflación seguiría en niveles mayores a los objetivos de sus bancos centrales. Por su parte, las expectativas de inflación de mayor plazo para estas economías derivadas de instrumentos financieros se mantuvieron relativamente estables respecto a los niveles registrados a finales de junio.

En la mayoría de las principales economías emergentes, la inflación general anual también disminuyó. En la mayoría continúa por encima del objetivo de sus bancos centrales. En casos como los de Brasil, Sudáfrica, India, Tailandia, Indonesia y China, la inflación se ubica dentro del intervalo de

variabilidad considerado por cada banco central o por debajo de su objetivo puntual. En el caso de China, la inflación general anual se situó en niveles bajos, al disminuir de 0.2% en mayo a 0.0% en junio y a -0.3% en julio. La inflación subyacente exhibió una disminución gradual en la mayoría de las principales economías emergentes.

Gráfica 3
Economías Avanzadas Seleccionadas:
Inflación General Anual
Variación anual en por ciento



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

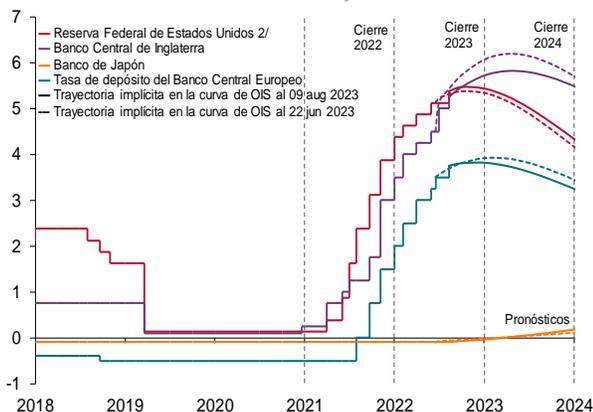
2/ Cifras preliminares para julio.

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

En este entorno, desde la última decisión de política monetaria en México los bancos centrales de las principales economías avanzadas y emergentes han llevado a cabo ajustes a sus tasas de referencia de política monetaria de manera heterogénea. Ello en función de la evolución de la inflación y de otros indicadores económicos que, a su vez, han mostrado diferencias entre países. Bancos centrales de las principales economías avanzadas incrementaron sus tasas de referencia y destacaron una dependencia de los datos para determinar sus movimientos futuros. En particular, en julio la Reserva Federal volvió a incrementar su tasa de interés, tras mantenerla sin cambio en junio. Los bancos centrales de Noruega y Reino Unido aceleraron el ritmo de alzas en su decisión de junio. En su decisión más reciente, sin embargo, ese último instituto central regresó al nivel previo de alzas. Por su parte, los bancos centrales de Suecia y Suiza lo disminuyeron, en tanto que el Banco de Canadá y el Banco Central Europeo lo mantuvieron. Los bancos centrales de Australia y Nueva Zelanda mantuvieron inalterada su tasa de interés en sus decisiones más recientes, después de haberla aumentado en ocasiones previas. Los bancos

centrales de Corea y Japón siguieron manteniéndolas sin cambio. No obstante, el Banco de Japón anunció modificaciones en la conducción de su control de la curva de rendimiento en el segmento de largo plazo. Ello con el fin de mejorar la sostenibilidad de su relajamiento monetario, ayudando a mejorar la funcionalidad y a reducir la volatilidad en los mercados financieros.³ Respecto de sus programas de compras de activos, la mayoría de los bancos centrales de este grupo de economías siguió con la reducción gradual de sus tenencias de valores. Respecto de las expectativas sobre la tasa de política monetaria para la mayoría de las principales economías avanzadas, con base en la última información disponible, las tasas de interés implícitas en las curvas de swaps (OIS) anticipan que se mantengan en niveles elevados por el resto del 2023 para la mayoría de esas economías (Gráfica 4).

Gráfica 4
Tasas de Referencia y Trayectorias Implícitas en Curvas OIS^{1/}
Porcentaje



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

2/ Para la tasa de referencia observada de Estados Unidos se utiliza la tasa de interés promedio del rango objetivo de la tasa de fondos federales (5.25%- 5.50%).

Fuente: Banco de México con datos de Bloomberg.

Respecto de las decisiones de política monetaria recientes en Estados Unidos y la zona del euro destacó lo siguiente:

i) La Reserva Federal de Estados Unidos, después de haber mantenido sin cambio el rango objetivo para la tasa de fondos federales en su decisión

de junio lo incrementó en 25 puntos base (pb) su reunión de julio, ubicándolo entre 5.25 y 5.50%. Además, continuó con la reducción del tamaño de su hoja de balance. Reiteró que seguirá evaluando nueva información y que, para determinar el grado de endurecimiento adicional que podría ser apropiado, tomará en cuenta el apretamiento acumulado de la política monetaria, los rezagos con los que esta afecta a la actividad económica y a la inflación, y la evolución económica y financiera. Recalcó que las condiciones crediticias más restrictivas probablemente afecten la actividad económica, el empleo y la inflación, aunque agregó que el alcance de estos efectos continúa siendo incierto. En conferencia de prensa, el presidente de dicha institución indicó que el Comité estima que la política monetaria se encuentra en un nivel restrictivo y que espera que así continúe por un tiempo hasta que haya confianza de que la inflación está disminuyendo de manera sostenida. En ese sentido, mencionó que en su próxima reunión podría anunciarse ya sea una pausa o un incremento en su tasa de referencia. Además, señaló que no prevé recortes en las tasas de interés este año y que se mantendrá una postura dependiente de los datos. Las expectativas extraídas de instrumentos financieros, con base en la última información disponible, anticipan que el nivel más alto de la tasa de interés sea de alrededor de 5.5% y que este se observe en el tercer trimestre de 2023, para posteriormente disminuir a niveles de 5.3% hacia finales del primer trimestre de 2024 y de 4.3% para el cierre de ese mismo año.

ii) El Banco Central Europeo (BCE) mantuvo el ritmo de alzas en sus tasas de referencia al anunciar un incremento de 25 pb en julio. Así, sus tasas de refinanciamiento, de préstamos y de depósitos se ubicaron en 4.25, 4.50 y 3.75%, respectivamente. Además, señaló que las decisiones posteriores del Consejo de Gobierno asegurarán que las tasas de política monetaria del BCE se fijen en niveles suficientemente restrictivos por el tiempo que sea necesario para lograr un retorno oportuno de la inflación a su objetivo de mediano plazo de 2%. Por otra parte, el Consejo también decidió fijar la remuneración de las reservas mínimas en 0% a partir del 20 de

³ El Banco de Japón señaló que seguirá permitiendo que los rendimientos de los bonos del gobierno japonés (JGB) a 10 años fluctúen en un rango de alrededor de más y menos 0.5 puntos porcentuales con respecto al nivel objetivo, al tiempo que llevará a cabo el control de la curva de rendimiento con mayor flexibilidad, considerando los límites superior e inferior del rango

como referencias, y no como límites rígidos, en sus operaciones de mercado. El Banco incrementó de 0.5 a 1.0% la tasa de interés a la que ofrecerá la compra de JGB a 10 años todos los días hábiles mediante operaciones de compra a tasa fija, a menos que sea muy probable que no se presenten ofertas.

septiembre con lo cual esperan mejorar la eficiencia de su política monetaria al reducir la cantidad total de los intereses que deben pagarse por las reservas. En conferencia de prensa, la presidenta de dicha institución comentó que los datos económicos determinarán si en su próxima reunión de septiembre se lleva a cabo un aumento en las tasas de referencia o una pausa en sus ajustes. En relación con sus tenencias de valores, el BCE suspendió las reinversiones bajo el Programa de Compra de Activos (APP, por sus siglas en inglés) a partir de julio de 2023.

En las principales economías emergentes, desde la última decisión de política monetaria en México la mayoría de bancos centrales mantuvieron sus tasas de interés sin cambio. Varios sugirieron que los ajustes futuros dependerán de la evolución de los indicadores económicos. Los institutos centrales de Brasil y Chile anunciaron recortes en sus tasas de interés. Por su parte, los bancos centrales de Rusia y Turquía volvieron a incrementar sus tasas de interés después de haberlas mantenido sin cambio en decisiones previas.

Los mercados financieros internacionales mostraron, en general, mayor estabilidad durante la mayor parte del periodo. No obstante, a partir de agosto, se observó un aumento en la volatilidad debido, entre otros factores, a preocupaciones sobre la posición fiscal en Estados Unidos. Esto último asociado con el anuncio del gobierno de Estados Unidos de aumentar la emisión de deuda soberana y de una baja en la calificación de su deuda por parte de una de las principales calificadoras. En este entorno, desde la última decisión de política monetaria en México, las condiciones financieras globales registraron cambios moderados (Gráfica 5). Los mercados accionarios mostraron cambios mixtos entre países. En los mercados cambiarios, el dólar estadounidense se fortaleció ligeramente frente a las principales divisas de economías avanzadas en las primeras semanas del periodo que se reporta, si bien revirtió dicha tendencia en la primera mitad de julio. Más recientemente, este se ha fortalecido nuevamente, registrando a inicios de agosto una apreciación respecto de su nivel de inicios del periodo de referencia. Por su parte, las divisas de economías emergentes registraron un comportamiento positivo respecto al dólar durante

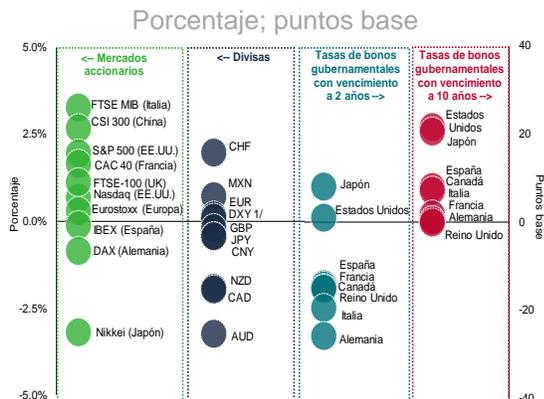
gran parte del periodo, el cual se revirtió marginalmente recientemente, ante un sentimiento de mayor aversión al riesgo asociado con los factores mencionados. La mayor aversión al riesgo también contribuyó a los incrementos que se observaron en las tasas de interés de bonos gubernamentales de la mayoría de las principales economías avanzadas (Gráfica 6). De manera relacionada, en la mayoría de las economías emergentes se observó un aumento en las tasas de interés de largo plazo (Gráfica 7). Desde la última decisión de política monetaria en México se registraron entradas netas acumuladas de flujos de capital al agregado de economías emergentes. No obstante, los flujos mostraron un comportamiento diferenciado entre clase de activos, pues se observaron entradas netas acumuladas a activos de renta variable y salidas moderadas de los de renta fija durante gran parte del periodo.

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



Fuente: Banco de México con datos de Bloomberg y Goldman Sachs.
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. La línea negra vertical indica la última reunión calendarizada de política monetaria de Banco de México.

Gráfica 6 Variación de indicadores financieros seleccionados del 22 de junio al 09 de agosto de 2023



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

Gráfica 7 Desempeño de activos de países emergentes seleccionados a partir del 16 de junio de 2023

Porcentaje, puntos base

Región	País	Divisas	Bolsas	Tasas de interés 2A	Tasas de interés 10A	CDS
América Latina	México	0.19%	-1.55%	-5	24	-1
	Brasil	-1.30%	0.63%	-86	-38	-10
	Chile	-7.22%	9.63%	-135	33	-11
	Colombia	2.32%	-0.31%	-23	-29	-31
	Perú	-1.60%	4.73%	3	-19	-7
Europa emergente	Rusia	-14.76%	10.41%	-29	-42	N.D.
	Polonia	1.47%	5.34%	-51	-50	-5
	Turquía	-14.24%	35.16%	200	211	-85
	Rep. Checa	-1.24%	3.19%	-1	-20	-2
	Hungría	-3.49%	7.84%	-18	38	-8
Asia	China	-0.83%	0.45%	-6	-2	-3
	Malasia	1.19%	4.08%	3	14	-10
	India	-0.99%	3.69%	11	15	-2
	Filipinas	-0.30%	-0.88%	38	47	-9
	Tailandia	-0.50%	-1.86%	12	2	-6
	Indonesia	-1.67%	2.30%	26	5	-5
África	Sudáfrica	-2.07%	-2.00%	-48	-23	-18

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

Fuente: Bloomberg.

A.2. Evolución de la economía mexicana

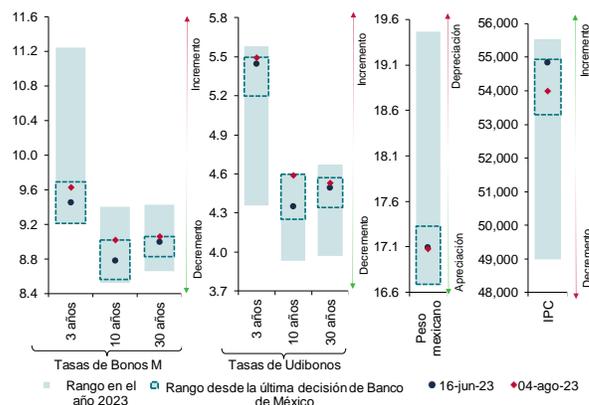
A.2.1. Mercados en México

En el contexto internacional descrito, la cotización del peso mexicano frente al dólar en general mantuvo la tendencia de apreciación observada desde la última decisión de política monetaria en

México, si bien esta se vio interrumpida temporalmente a principios de agosto tras la disminución de calificación crediticia de los Estados Unidos y el anuncio del aumento de emisión de deuda por parte del gobierno de ese país. Por su parte, las tasas de interés de mayor plazo mostraron cierto ajuste al alza (Gráfica 8). Lo anterior estuvo acompañado de un moderado aumento de la volatilidad, principalmente en el mercado cambiario.

Gráfica 8 Desempeño y Condiciones de Operación de Mercados Mexicanos

Porcentaje, pesos por dólar e índice

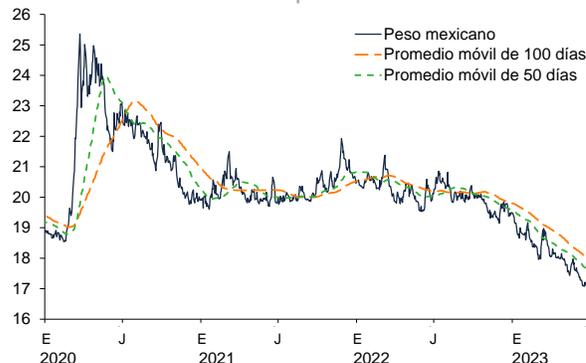


Fuente: Elaboración de Banco de México.

La moneda nacional operó en un rango de 80 centavos, entre 16.62 y 17.42 pesos por dólar desde la última decisión de política monetaria. Durante el periodo presentó una apreciación marginal de 0.20% y en el periodo alcanzó el menor nivel desde diciembre de 2015 (Gráfica 9).

Gráfica 9 Tipo de Cambio del Peso Mexicano con Promedios Móviles

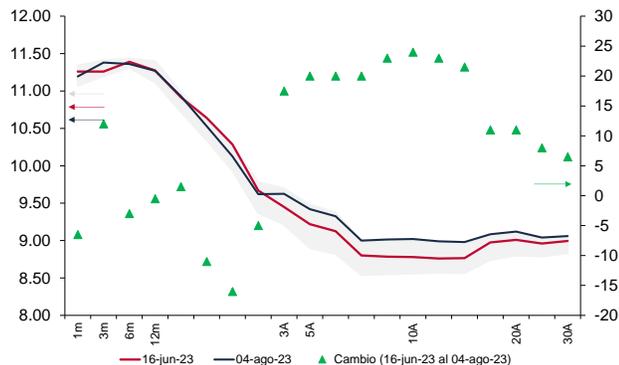
Pesos por dólar



Fuente: Elaboración de Banco de México.

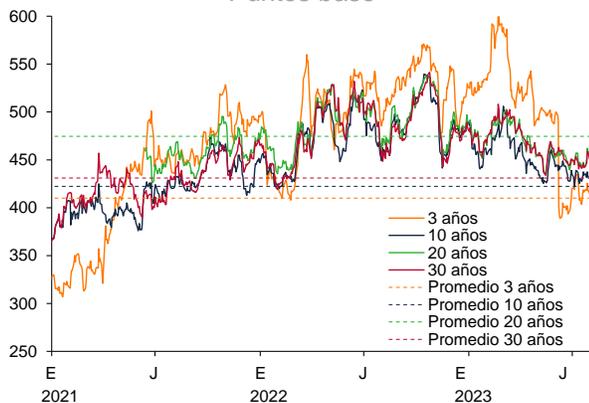
Las tasas de interés de los valores gubernamentales presentaron una dinámica mixta, con ciertos incrementos en las de mediano y largo plazos y disminuciones acotadas en las de corto (Gráfica 10). La curva de rendimientos de instrumentos a tasa real mostró aumentos generalizados de hasta 22 pb. En este contexto, las primas de compensación por inflación y riesgo inflacionario implícitas en los diferenciales entre las tasas nominales y reales de instrumentos de mercado exhibieron aumentos moderados en la mayoría de los plazos (Gráfica 11). Estos movimientos ocurrieron en un entorno en el que las condiciones de operación se mantuvieron relativamente estables, comparadas con otros episodios de incertidumbre.

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



Fuente: PIP.

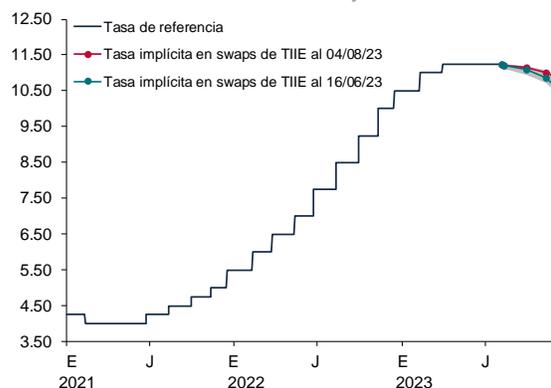
Gráfica 11
Compensación por Inflación y Riesgo Inflacionario Implícita en las Curvas de Tasas de Valores Gubernamentales
Puntos base



Fuente: PIP.

En cuanto 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 no incorpora movimiento alguno para la decisión de agosto e incorpora un primer recorte de 25 pb entre noviembre y diciembre de 2023 (Gráfica 12). Por su parte, todos los analistas encuestados por Citibanamex anticipan que la tasa de referencias se quede sin cambios para la decisión de agosto. La expectativa promedio de dichos analistas para la tasa de referencia al cierre de 2023 es de 11.00%.

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



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

Fuente: Elaboración de Banco de México con datos Bloomberg.

A.2.2. Actividad económica en México

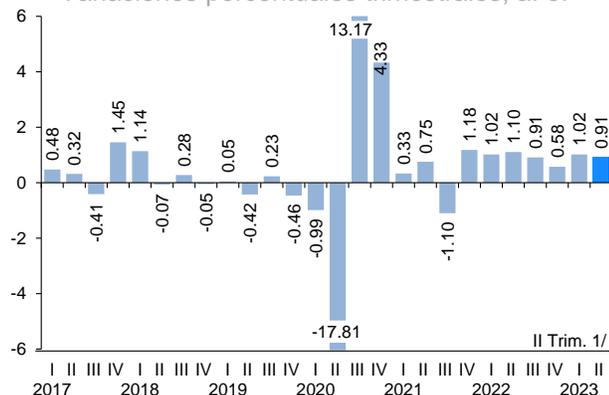
De acuerdo con la estimación oportuna del PIB de México publicada por el INEGI, en el segundo trimestre del año la economía nacional se expandió a un ritmo similar al del trimestre previo (Gráfica 13). Así, la actividad económica ha mostrado resiliencia y un crecimiento mayor al previsto.

En el periodo abril-mayo el consumo privado se desaceleró debido a una contracción en el consumo de bienes nacionales y a un menor dinamismo en el de servicios. El de bienes importados mantuvo una marcada tendencia creciente. Por su parte, la inversión fija bruta registró un aumento significativo. Este fue resultado de avances importantes tanto en la construcción no residencial, como en el gasto en maquinaria y equipo de origen importado. En cuanto a la demanda externa, en el periodo abril-junio el valor de las exportaciones manufactureras exhibió

una ligera contracción respecto del primer trimestre. Ello como reflejo de una caída en los envíos automotrices y de cierta atonía en el resto de las exportaciones manufactureras (Gráfica 14).

Gráfica 13
Producto Interno Bruto

Variaciones porcentuales trimestrales, a. e.



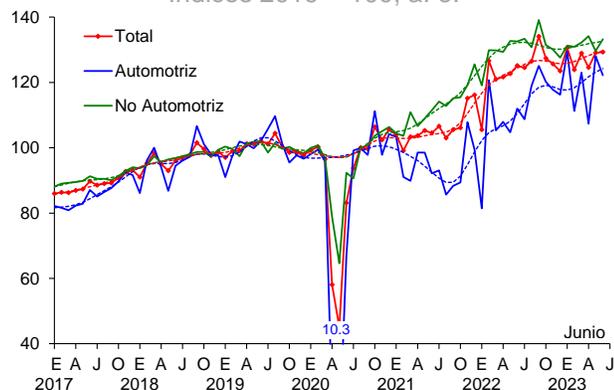
a. e. / Cifras con ajuste estacional. Se acotó el rango de la gráfica para facilitar la lectura.

1/ La cifra correspondiente al segundo trimestre de 2023 se refiere a la estimación oportuna del PIB trimestral publicada por el INEGI.

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

Gráfica 14
Exportaciones Manufactureras

Índices 2019 = 100, a. e.



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

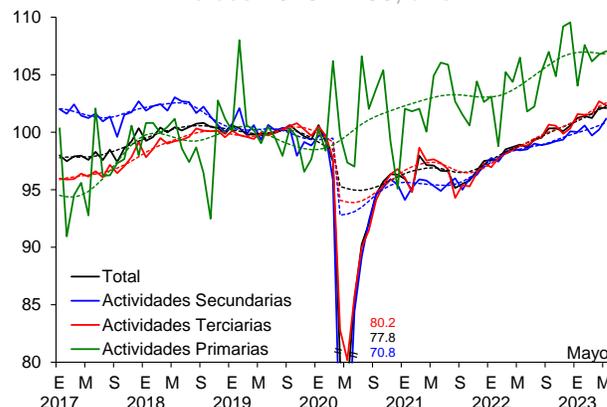
Fuente: Banco de México con base en SAT, SE, Banco de México, INEGI. Balanza Comercial de Mercancías de México. SNIEG. Información de Interés Nacional.

Por el lado de la producción, en el bimestre abril-mayo de 2023 los servicios continuaron expandiéndose (Gráfica 15). Lo anterior fue reflejo del crecimiento de la mayoría de sus sectores. A su vez, la actividad industrial creció como resultado, principalmente, de un significativo repunte de la construcción en abril (Gráfica 16). Las manufacturas exhibieron debilidad. En el interior de estas últimas, el agregado de manufacturas sin equipo de

transporte acentuó su tendencia a la baja. En contraste, el subsector de fabricación de equipo de transporte siguió mostrando dinamismo.

Gráfica 15
Indicador Global de la Actividad Económica

Índices 2019 = 100, a. e.

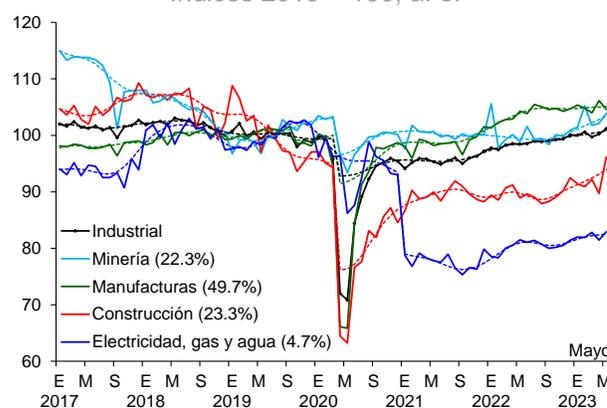


a. e. / Serie con ajuste estacional y serie de tendencia. La primera se representa con la línea sólida y la segunda con la punteada. Se acotó el rango de la gráfica para facilitar la lectura.

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

Gráfica 16
Actividad Industrial 1/

Índices 2019 = 100, a. e.



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

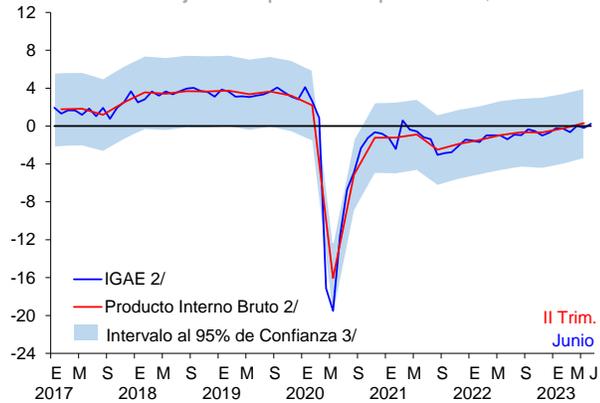
1/ Las cifras entre paréntesis corresponden a su participación en el total en 2013.

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

En cuanto a la posición cíclica de la economía, en congruencia con el desempeño de la actividad económica del segundo trimestre de 2023, la estimación puntual de la brecha del producto se ubicó cercana a cero en ese periodo (Gráfica 17). El mercado laboral se mantuvo con fortaleza. Al cierre del segundo trimestre tanto la tasa de desocupación nacional como la urbana se redujeron en el margen, alcanzando nuevos mínimos históricos (Gráfica 18). Con cifras ajustadas por estacionalidad, en julio la

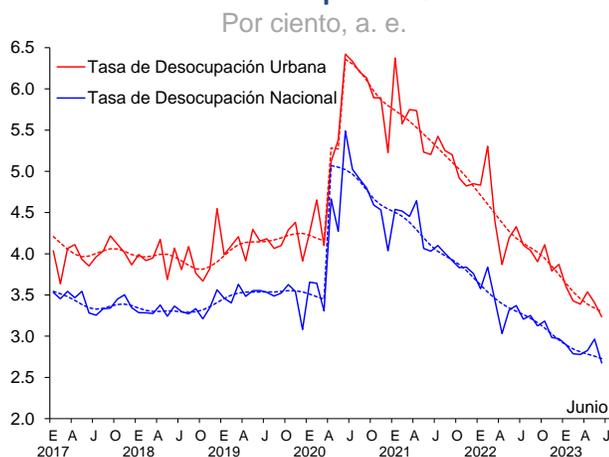
creación de empleo formal afiliado al IMSS mantuvo una trayectoria creciente, si bien con cierta desaceleración. Finalmente, en mayo el costo unitario de la mano de obra en el sector manufacturero repuntó en el margen, situándose por arriba del nivel promedio de 2022 (Gráfica 19).

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



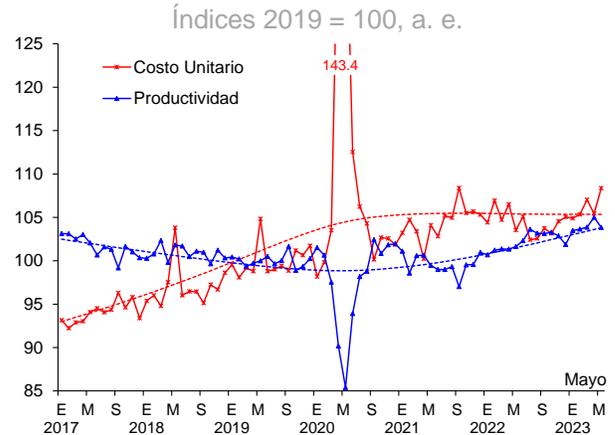
a. e. / Elaboración a partir de cifras con ajuste estacional.
1/ Estimadas con el filtro de Hodrick-Prescott con corrección de colas; ver Banco de México (2009), "Informe sobre la Inflación, Abril-Junio 2009", pág.74.
2/ Cifras del PIB oportuno al segundo trimestre de 2023 y del IGAE implícito a junio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

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



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

Gráfica 19
Productividad y Costo Unitario de la Mano de
Obra en el Sector Manufacturero ^{1/}
Índices 2019 = 100, a. e.



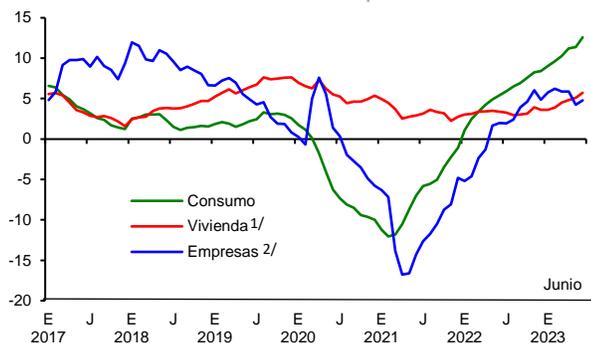
a. e. / Serie con ajuste estacional y serie de tendencia. La primera se representa con la línea sólida y la segunda con la punteada. Se acotó el rango de la gráfica para facilitar la lectura.
1/ Productividad con base en las horas trabajadas.
Fuente: Elaboración de Banco de México a partir de información desestacionalizada de la Encuesta Mensual de la Industria Manufacturera y de los indicadores de la actividad industrial del Sistema de Cuentas Nacionales de México, INEGI.

En junio de 2023, el financiamiento interno a las empresas continuó expandiéndose. Así, registró cuatro trimestres consecutivos con una variación real anual positiva. Por un lado, la colocación de deuda en el mercado interno aumentó en el trimestre, por lo que sigue mostrando la recuperación observada a partir de la segunda mitad de 2022. Por otro lado, el componente de crédito bancario siguió aumentando, si bien su tasa de crecimiento anual se ha estabilizado en meses recientes (Gráfica 20). Ello en un contexto en el que la demanda de crédito de las empresas continuó expandiéndose, sobre todo entre las de mayor tamaño. En contraste, las condiciones de otorgamiento de crédito bancario no registraron cambios significativos en el trimestre, por lo que siguieron siendo relativamente estrechas.

En cuanto al crédito a los hogares, la cartera de vivienda de la banca comercial continuó incrementando su ritmo de expansión en junio de 2023. El crédito bancario vigente al consumo aceleró su crecimiento y siguió siendo el segmento con el mayor dinamismo. Al respecto, en la encuesta a bancos se ha reportado un aumento sostenido en la demanda de crédito al consumo, especialmente en el segmento de tarjetas de crédito.

Gráfica 20
Crédito Vigente de la Banca Comercial al Sector Privado

Variación anual en por ciento



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

2/ Cifras ajustadas por efecto cambiario.

Fuente: Banco de México.

En junio de 2023, las tasas de interés del crédito bancario a las empresas se mantuvieron relativamente estables, por lo que permanecieron en niveles elevados. Los márgenes de intermediación del crédito a las empresas siguieron situándose en general en niveles inferiores a los observados antes de la pandemia. No obstante, en junio aumentaron para las empresas de menor tamaño. Por otra parte, las tasas de interés del crédito a la vivienda siguieron siendo relativamente bajas. Por último, en lo que toca al crédito al consumo, las tasas de interés de las tarjetas de crédito se han venido incrementando. Finalmente, las tasas de interés de créditos de nómina se han mantenido relativamente estables desde agosto de 2021.

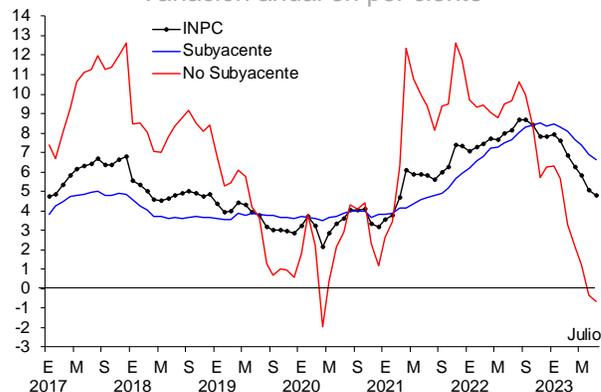
Respecto de la calidad de la cartera, los índices de morosidad del crédito bancario a las empresas y a la vivienda se mantuvieron estables en junio de 2023 respecto de los observados el mes previo, por lo que continuaron en niveles bajos. Los índices de morosidad de la cartera de consumo aumentaron, si bien siguen en niveles inferiores a los registrados antes del inicio de la pandemia.

A.2.3. Comportamiento y perspectivas de la inflación

La inflación general anual disminuyó de 5.06 a 4.79% entre junio y julio de 2023. Este desempeño se debió a la reducción tanto de la inflación subyacente como de la no subyacente (Gráfica 21 y Cuadro 1).

Gráfica 21
Índice Nacional de Precios al Consumidor

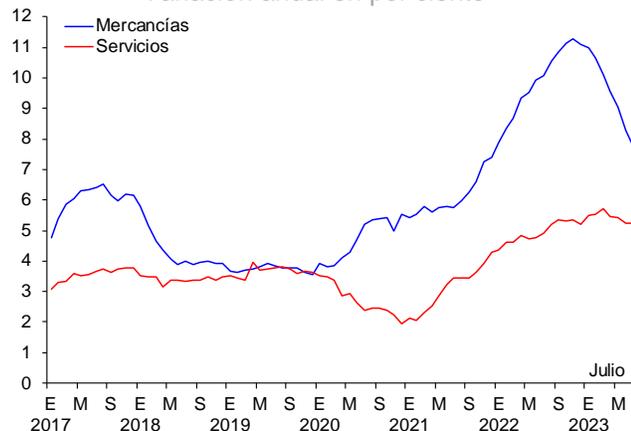
Variación anual en por ciento



Fuente: INEGI.

Entre junio y julio de 2023, la inflación subyacente anual pasó de 6.89 a 6.64%. En su interior, la inflación anual de las mercancías siguió descendiendo, registrando 8.26 y 7.82% en los meses referidos (Gráfica 22). La de las mercancías alimenticias continuó registrando niveles elevados, si bien en ese lapso disminuyó de 10.49 a 9.79%, en tanto que la de las no alimenticias presentó una ligera reducción al pasar de 5.70 a 5.54% entre los meses referidos (Gráfica 23). Por su parte, la inflación anual de los servicios registró un decremento marginal de 5.25 a 5.24% entre junio y julio. Se observó una disminución de 6.66 a 6.61% en igual periodo en la variación anual de los precios de los servicios distintos a educación y vivienda, comportamiento asociado, principalmente, con una reducción en la variación anual de los precios de los servicios de alimentación. A su vez, la inflación anual de la educación aumentó de 4.85 a 4.92% y la de la vivienda se mantuvo en 3.66%.

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



Fuente: INEGI.

Gráfica 23
Subíndice Subyacente de las Mercancías
 Variación anual en por ciento

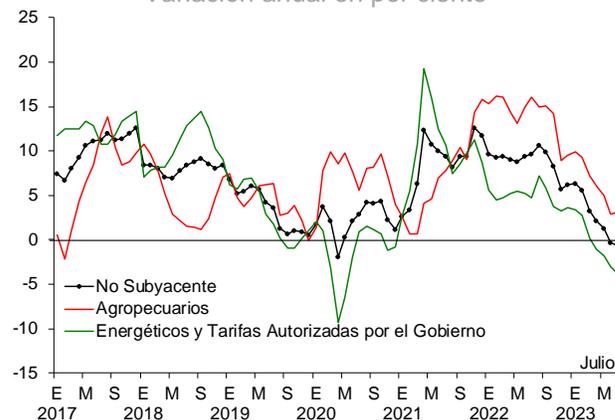


Fuente: INEGI.

La inflación no subyacente anual se redujo de -0.36 a -0.67% entre junio y julio de 2023 (Gráfica 24 y Cuadro 1). Este resultado estuvo influido por el descenso de -6.95 a -7.82% en la inflación anual de los energéticos, asociado a su vez con la reducción de -32.05 a -34.87% en la variación anual del precio

del gas L.P. Por su parte, la inflación anual de los productos agropecuarios aumentó de 2.89 a 3.16% en igual lapso.

Gráfica 24
Índice de Precios No Subyacente
 Variación anual en por ciento



Fuente: INEGI.

Respecto de las expectativas de inflación provenientes de la encuesta que levanta el Banco de México entre especialistas del sector privado, entre mayo y julio de 2023 la mediana correspondiente a la inflación general al cierre de 2023 disminuyó de 5.02 a 4.60% y la del componente subyacente de 5.40 a 5.20%. La mediana de las expectativas para la inflación general al cierre de 2024 se redujo de 4.07 a 4.03%. La del componente subyacente pasó de 4.17 a 4.13%. A su vez, las medianas de las expectativas de inflación general y subyacente para los siguientes cuatro años permanecieron en 3.80%. La mediana de las expectativas de inflación general para el largo plazo (5 a 8 años) se mantuvo en 3.60%, mientras que la correspondiente al componente subyacente pasó de 3.56% a 3.60%. Finalmente, la compensación por inflación y riesgo inflacionario disminuyó desde la última decisión. En su interior, las expectativas de inflación implícitas en instrumentos de mercado se mantuvieron estables, en tanto que la prima por riesgo inflacionario disminuyó entre mayo y julio.

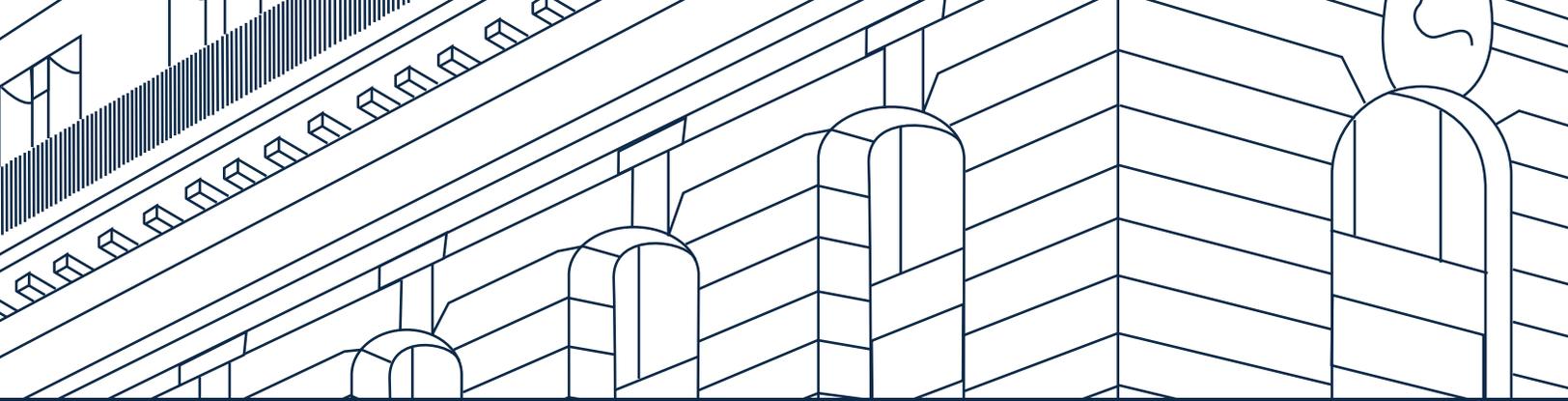
Se sigue anticipando que la inflación converja a la meta en el cuarto trimestre de 2024. Esta previsión está sujeta a riesgos. Al alza: i) persistencia de la inflación subyacente en niveles elevados; ii) depreciación cambiaria ante eventos de volatilidad financiera internacional; iii) mayores presiones 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) que la apreciación del tipo de cambio contribuya más de lo anticipado a mitigar ciertas presiones sobre la inflación; 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	Mayo 2023	Junio 2023	Julio 2023
INPC	5.84	5.06	4.79
Subyacente	7.39	6.89	6.64
Mercancías	9.04	8.26	7.82
Alimentos, Bebidas y Tabaco	11.44	10.49	9.79
Mercancías No Alimenticias	6.30	5.70	5.54
Servicios	5.43	5.25	5.24
Vivienda	3.67	3.66	3.66
Educación (Colegiaturas)	4.88	4.85	4.92
Otros Servicios	7.01	6.66	6.61
No Subyacente	1.24	-0.36	-0.67
Agropecuarios	4.95	2.89	3.16
Frutas y Verduras	3.73	3.98	7.14
Pecuarios	5.91	2.05	0.00
Energéticos y Tarifas Aut. por Gobierno	-1.83	-3.08	-3.90
Energéticos	-5.48	-6.95	-7.82
Tarifas Autorizadas por Gobierno	6.99	6.26	5.51

Fuente:INEGI.



BANCO DE MÉXICO®

Documento publicado el 24 de agosto de 2023

