



BANCO DE MÉXICO®

Minuta número 109

Reunión de la Junta de Gobierno del Banco de México, con motivo de la
decisión de política monetaria anunciada el 27 de junio de 2024



1. LUGAR, FECHA Y ASISTENTES

1.1. Lugar: Reunión celebrada por enlaces virtuales.

1.2. Fecha de la sesión de la Junta de Gobierno: 26 de junio de 2024.

1.3. Asistentes:

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

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

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

Entorno Externo

Algunos prevén que la actividad económica global haya continuado expandiéndose en el segundo trimestre de 2024, aunque a un ritmo menor que el trimestre anterior. **Uno** argumentó que el sólido desempeño económico global esperado para este año estaría impulsado por un mayor crecimiento de las economías avanzadas, mientras que para las economías emergentes se espera un debilitamiento más generalizado. Entre los riesgos para el crecimiento global indicó que persisten aquellos derivados de la expectativa de altas tasas de interés por más tiempo; de los elevados niveles de déficits fiscales en un gran número de economías; de la incertidumbre política asociada con diversos procesos electorales, particularmente el de Estados Unidos; y de las tensiones geopolíticas. Respecto de la economía estadounidense, subrayó la solidez de la demanda interna, resultado del impulso del consumo privado. Consideró que el mercado laboral en ese país continúa mostrando resiliencia. **Otro** detalló sobre algunos factores detrás de la resiliencia cuyo desvanecimiento podría afectar la actividad económica hacia adelante. Argumentó que los apoyos fiscales en conjunción con medidas no

convencionales de estímulo monetario para mitigar los efectos de la pandemia contribuyeron, por un lado, a generar un exceso de ahorro y una mejora en la posición financiera de los hogares, principalmente en Estados Unidos, lo que apoyó al consumo privado. Señaló que, por otro lado, se observaron necesidades limitadas de refinanciamiento en el sector corporativo, las cuales se dieron en condiciones de crédito relativamente favorables. Sin embargo, añadió que ahora el panorama es distinto ante una posición financiera menos sólida de empresas y hogares. En cuanto a los hogares, explicó que, en Estados Unidos, por ejemplo, el exceso de ahorro y el apalancamiento ya se ubican en sus niveles de tendencia prepandemia, al mismo tiempo que el ingreso disponible real ha moderado su crecimiento. De esta forma, indicó que, si bien el consumo de servicios en dicha economía continúa mostrando dinamismo, el de bienes muestra cierto retroceso como reflejo de consumidores más atentos a las señales de moderación en el mercado laboral. En cuanto a las empresas, puntualizó que se esperan mayores necesidades de refinanciamiento que, según las previsiones, serán a tasas más altas. Finalizó detallando que, en su opinión, ante el desvanecimiento de estos factores que en su momento apoyaron la resiliencia económica, se espera un traspaso más eficiente de las posturas monetarias restrictivas. **Algunos** esperan una moderación de la economía estadounidense para los próximos trimestres. **Uno** externó que esto podría ser más notorio en la actividad industrial de dicho país.

La mayoría destacó que el proceso de desinflación a nivel global ha continuado. **Algunos** puntualizaron que en la mayoría de las economías avanzadas la inflación general ha seguido disminuyendo. **La mayoría señaló que esto obedeció a menores presiones en los precios de los alimentos.** **Algunos** agregaron que también se debió a una reducción de la inflación del subíndice de bienes. No obstante, **algunos** consideraron que el avance reciente en la desinflación ha sido moderado. **La mayoría resaltó que existe cierta heterogeneidad en el comportamiento de la inflación entre economías.** **Algunos** indicaron que la inflación en Estados Unidos registró una reducción entre abril y mayo. **Uno** notó que en la zona del euro la inflación anual se incrementó en ese mismo periodo debido a un aumento en el componente subyacente y a un repunte en la inflación de los energéticos. **Otro** comentó que en algunas economías emergentes se observaron incrementos en la inflación general

debido a mayores presiones en los precios de los energéticos y, en algunos casos, por un alza en los de los alimentos. **Uno** añadió que la resistencia a disminuir de la inflación de servicios es un fenómeno global que guarda poca correlación con la fase del ciclo de las distintas economías. **La mayoría coincidió en que se anticipa que el proceso de desinflación prosiga.** No obstante, **algunos** precisaron que se espera que la inflación permanezca todavía por encima de los objetivos de los bancos centrales. **Uno** indicó que prevalece la expectativa de que en algunas economías se postergue nuevamente la convergencia a la meta de inflación hacia principios de 2025.

La mayoría comentó que entre los bancos centrales de economías avanzadas algunos dejaron su tasa de referencia sin cambios, mientras que otros la redujeron. **Algunos** sostuvieron que la mayoría mantuvo un tono de cautela. **Uno** señaló que dichas instituciones han enfatizado una mayor dependencia en los datos para sus futuras decisiones. **Otro** puntualizó que, a pesar de la heterogeneidad en los ciclos monetarios de distintas economías, la discusión en la mayoría de los bancos centrales se ha centrado en cuidar el no adoptar una postura excesivamente restrictiva. **Todos mencionaron que la Reserva Federal mantuvo sin cambio la tasa de fondos federales por séptima ocasión consecutiva.** **Algunos** notaron que en su comunicado se reconoció un avance modesto de la inflación hacia la meta en meses recientes. **Uno** apuntó que se reiteró que los riesgos para alcanzar los objetivos de empleo y estabilidad de precios se han movido hacia un mejor balance. No obstante, **algunos** destacaron su tono restrictivo. **La mayoría subrayó que el presidente de dicho Instituto Central comentó que aún no tienen la certeza de que la inflación se dirija de forma sostenida hacia la meta de 2%.** **Uno** agregó que la evidencia es clara en cuanto a que la postura monetaria es restrictiva y está teniendo los efectos esperados. **La mayoría expresó que el Banco Central Europeo disminuyó sus tasas de interés en su reunión de junio después de haberlas mantenido constantes durante nueve meses.** **Algunos** especificaron que el recorte estuvo acompañado de una revisión al alza en sus previsiones para la inflación. **Uno** añadió que dicho Instituto Central indicó que se mantendrá una postura restrictiva el tiempo que sea necesario para lograr la convergencia de la inflación a su meta. **La mayoría agregó que el Banco de Canadá también realizó su primer recorte de tasas en junio.** **Uno** precisó que dicho banco central argumentó que

aumentó su confianza de que la inflación se encuentra en una trayectoria hacia su meta. **Otro** indicó que diversas autoridades monetarias en Latinoamérica y Europa del Este siguieron disminuyendo su tasa de referencia.

Todos hicieron notar que en las proyecciones económicas de la Reserva Federal disminuyó el número de recortes esperados para este año. **La mayoría agregó que para 2025 también se esperan tasas ligeramente más altas con respecto a las proyecciones anteriores.** **Algunos** expresaron que la mediana de las proyecciones para la tasa de interés en el largo plazo se incrementó. **Uno** puntualizó que este cambio fue de 2.6 a 2.8%. Consideró que la mayor dispersión entre las proyecciones de los miembros sobre dicha tasa refleja mayor incertidumbre sobre hacia dónde podría converger la economía estadounidense. Al respecto, descartó implicaciones para la política monetaria en el corto plazo. En relación con las economías emergentes, **otro** apuntó que en la mayoría se fortaleció la expectativa de que las tasas permanecerán elevadas por más tiempo.

La mayoría notó que los mercados financieros internacionales presentaron cierta volatilidad, si bien punta a punta presentaron variaciones mixtas y moderadas. **Algunos** agregaron que la publicación de datos de inflación y empleo de Estados Unidos por arriba de lo previsto llevó a modificar las expectativas sobre la trayectoria de la tasa de fondos federales. **Uno** mencionó que ante mejores cifras a las esperadas en esa economía, las tasas de bonos gubernamentales registraron ligeras caídas. **Otro** destacó que la evolución de las tensiones geopolíticas también contribuyó a la volatilidad observada. **Uno** comentó que desde la decisión anterior los mercados de renta fija presentaron movimientos mixtos. **Otro** expresó que el mercado de renta fija registró un comportamiento diferenciado por región. **Algunos observaron que los índices accionarios mostraron ganancias.** **Uno** puntualizó que en países desarrollados hubo aumentos, mientras que en los emergentes se registraron pérdidas. **Otro** argumentó que la materialización de eventos adversos relacionados con los procesos electorales, los conflictos geopolíticos y el crecimiento global podrían intensificar la volatilidad financiera internacional, con efectos negativos particularmente en las economías emergentes.

Actividad Económica en México

La mayoría señaló que a principios del segundo trimestre prevaleció la debilidad que la actividad productiva ha presentado desde finales del año pasado. Algunos puntualizaron que en abril el IGAE exhibió una contracción. Uno detalló que dicha caída se originó de disminuciones en los tres grandes sectores de actividad. Otro mencionó que los datos del IGAE a tasa anual mostraron una expansión en los sectores secundario y terciario y una contracción en el primario. La mayoría aseveró que las lecturas recientes han mostrado un menor dinamismo al previsto. Uno advirtió que esto, sumado al indicador oportuno del mes de mayo, sugiere que la desaceleración económica se ha extendido, contrario a lo que se había anticipado. Otro agregó que dicha desaceleración contrasta con la expectativa previa de que la actividad en la primera mitad del año sería elevada. No obstante, uno externó que el INEGI pronostica una expansión en mayo que podría contrarrestar la caída de abril. Añadió que diversos indicadores sobre la producción, la demanda y el empleo muestran señales mixtas, las cuales, aunadas a la mayor incertidumbre asociada con la transición política, dificultan anticipar el desempeño de la economía para este año y el siguiente.

Con respecto al desempeño de los sectores productivos, la mayoría notó que los datos del IGAE al mes de abril indican que la producción industrial a tasa mensual disminuyó debido a una mayor atonía de las manufacturas. Argumentó que la construcción se ha expandido a tasas mensuales menores que las registradas en meses previos. Uno expresó que se observa cierta debilidad en obras ferroviarias, de petróleo y petroquímica. Algunos también mencionaron la debilidad del sector de minería. Uno apuntó asimismo a la del sector de electricidad. Por su parte, algunos señalaron que el sector de servicios mantiene heterogeneidad en los distintos rubros que lo componen. Uno precisó que ante la caída en algunos rubros de dicho sector se ha revertido el avance que presentaron en meses previos, con lo cual los servicios se ubican en los mismos niveles del cierre de 2023. Otro detalló que el sector terciario en su conjunto parece resentir la debilidad de las actividades secundarias, en especial aquellas de mayor uso industrial como las actividades comerciales. Por otra parte, explicó que estimaciones oportunas sugieren que la debilidad en el sector primario podría ampliarse a lo largo de todo el trimestre. Uno señaló que, no obstante, considerando la variación anual del dato de actividad

económica del primer trimestre, se observa una tasa de crecimiento de 1.9%.

Respecto de la demanda interna, la mayoría indicó que el consumo privado ha mantenido su fortaleza. Uno consideró que ello ha estado asociado principalmente con el dinamismo del consumo de bienes importados, mientras que el de bienes y servicios nacionales ha sido menor. Otro precisó que en su variación anual, el rubro de bienes nacionales alcanzó en marzo un crecimiento de 3.3%, su mayor expansión en dieciocho meses. En cuanto a los indicadores prospectivos, algunos mencionaron que los relacionados con el consumo de servicios sugieren una desaceleración. No obstante, uno argumentó que deben tomarse en cuenta los riesgos de la reciente depreciación cambiaria y sus efectos en la capacidad de consumo por remesas. Algunos externaron que en marzo la inversión presentó una moderada reactivación. Uno detalló que el crecimiento que registró en marzo estuvo apoyado en los rubros de construcción y maquinaria y equipo de origen nacional. Agregó que en ese mes la formación bruta de capital mantuvo una sólida expansión de 10.9% a tasa anual, si bien esta cifra es menor a las observadas durante la mayor parte de 2023. Algunos comentaron que el gasto en inversión privada ha crecido a menores tasas. Uno reiteró que su desaceleración es notoria respecto de lo observado en la primera mitad de 2023.

La mayoría notó que se observó atonía en la demanda externa. Algunos apuntaron que las exportaciones manufactureras automotrices han mostrado debilidad. Uno destacó un comportamiento igualmente débil en las no automotrices. Otro consideró que estas han registrado pocos cambios. Por su parte, uno hizo alusión a que las exportaciones automotrices registraron un crecimiento anual de 19.7%, mientras que las no automotrices se contrajeron 2.8%. Añadió que, de esta manera, en su variación anual las exportaciones manufactureras crecieron 4.2%.

Algunos comentaron que hacia delante se anticipa un menor crecimiento económico que el previsto anteriormente. Consideraron que el balance de riesgos para la actividad económica se ha sesgado a la baja. Uno detalló que existe el riesgo de que la inversión privada continúe perdiendo dinamismo, considerando las condiciones financieras apretadas y el entorno de mayor incertidumbre generado por la volatilidad financiera en el país, así como por la próxima contienda electoral en Estados Unidos. Añadió que, si bien se prevé una baja contribución

de la demanda externa al crecimiento en los próximos trimestres, esta podría desacelerarse más que lo anticipado si se profundiza la debilidad que prevalece en el sector manufacturero de Estados Unidos. Notó que ello podría ocasionar que el bajo dinamismo de la producción manufacturera nacional se prolongue, limitando los efectos positivos de derrama que este sector tiende a mostrar sobre otros sectores de la economía.

En cuanto a la brecha del producto estimada con datos del PIB, **uno** señaló que esta disminuyó en el primer trimestre de este año, si bien se mantuvo en terreno positivo. **Otro** notó que se estima que dicha brecha se vaya cerrando más rápido de lo que se tenía anticipado anteriormente. **Algunos** comentaron que se espera que se ubique en terreno negativo a partir del último trimestre de este año. **Uno** mencionó que la estimación puntual de la brecha del producto calculada con datos del IGAE hasta abril se encuentra ya en terreno negativo, aunque sin ser estadísticamente distinta de cero. Añadió que si bien las mediciones de holgura son factores no observables y su estimación está sujeta a incertidumbre, no se puede ignorar que datos puntuales indican que la economía hila tres trimestres consecutivos con marcada debilidad. **Algunos** indicaron que hacia delante las condiciones cíclicas de la economía serán un elemento relevante en el proceso de formación de precios.

Todos notaron que el mercado laboral continuó mostrando fortaleza, si bien la mayoría mencionó que ha dado ciertas señales de moderación. **Algunos** destacaron la alta tasa de participación laboral y que la tasa de desempleo permanece en mínimos históricos. **Uno** indicó que el empleo formal en la industria de la transformación y de la construcción ha perdido ímpetu. Por su parte, **algunos** señalaron que la masa salarial, pese a su relativa desaceleración, continúa creciendo a niveles superiores a los anteriores a la pandemia. **Uno** externó que persisten las expectativas de incrementos salariales significativos para 2025. **Otro** destacó el alto nivel de la variación anual nominal del salario diario asociado con trabajadores asegurados en el IMSS, así como de las revisiones de salarios contractuales para empresas públicas y privadas. Mencionó que los crecimientos salariales son muy superiores a los incrementos en productividad. No obstante, **uno** apuntó que las tasas de crecimiento de los salarios nominales y reales han disminuido. Por otro lado, **algunos** comentaron que la creación de empleos formales ha avanzado a tasas menores y que, ante la perspectiva de una desaceleración de

la actividad económica, es probable que esta tendencia se acentúe.

Inflación en México

La mayoría indicó que la inflación general anual se incrementó de 4.65% en abril a 4.78% en la primera quincena de junio. Señaló que ello se debió a un incremento en la no subyacente. **Algunos** destacaron que la inflación general ha presentado una tendencia al alza desde marzo. **Uno** comentó sobre el escaso progreso en la desinflación desde hace más de medio año. **Otro** consideró que, si bien en las últimas lecturas la inflación general se ha mantenido al alza, diversas métricas apuntan a que esto obedece principalmente a un cambio de precios relativos y no a incrementos generalizados.

La mayoría subrayó que la inflación subyacente siguió disminuyendo al pasar de 4.37 a 4.17% entre abril y la primera quincena de junio. **Algunos** señalaron que acumula ya dieciséis meses consecutivos con reducciones. **Uno** destacó que las variaciones mensuales anualizadas desestacionalizadas de este componente han descendido a niveles cercanos al 3%. **Algunos** enfatizaron que este componente refleja la tendencia de mediano plazo de la inflación. **La mayoría coincidió en que su trayectoria descendente se explica principalmente por la reducción de la inflación de mercancías, mientras que todos hicieron referencia a que la de servicios continúa sin mostrar una clara tendencia a la baja.**

Profundizando en el comportamiento de la inflación de mercancías, **algunos** subrayaron que esta acumula dieciocho meses consecutivos a la baja. **Uno** notó que su lectura más reciente se ubica por debajo de su promedio histórico. **Otro** puntualizó que entre abril y la primera quincena de junio se redujo de 3.67 a 3.33%. **Uno** detalló que, en su interior, la inflación de las mercancías alimenticias pasó de 4.79 a 4.28%, mientras que la de las no alimenticias descendió de 2.34 a 2.18%. **Otro** resaltó que la inflación anual de las mercancías no alimenticias se ha ubicado por debajo de 3% durante los últimos cinco meses. Añadió que las variaciones mensuales de los precios de las mercancías alimenticias durante lo que va del año han resultado menores que su promedio histórico.

Algunos comentaron que la inflación de servicios continúa siendo afectada por presiones de costos y el rezago en su traspaso a los consumidores. **Uno** externó que, si bien se trata de un problema global, no es posible anticipar que el cese de las presiones

sobre dicho componente en el exterior conduzca a algo similar en México. Mencionó que su comportamiento está influido por condiciones internas como la resiliencia del consumo, pese a algunas señales mixtas de sus determinantes, las expectativas de incrementos salariales significativos para 2025, el mercado laboral apretado y el crecimiento elevado de la masa salarial, no obstante su relativa estabilidad. **Otro** añadió que comienzan a observarse señales de moderación en algunos rubros y diversas métricas apuntan hacia un mejor comportamiento.

Algunos mencionaron que la inflación de servicios se mantiene por encima del 5%. **Uno** precisó que esta se ubicó en 5.19% en la primera quincena de junio. **Otro** notó que muestra presiones generalizadas en todos sus rubros y, en algunos de estos, exhibe tasas de inflación del doble de la meta. **Uno** observó que prácticamente la mitad de los genéricos que conforman este subcomponente registra variaciones mensuales anualizadas desestacionalizadas por encima del 5%. No obstante, **otro** aseveró que la proporción de la canasta de servicios que muestra variaciones mensuales anualizadas mayores a 5% ha disminuido. Destacó que las variaciones mensuales anualizadas muestran una mejoría de la inflación en el margen. Sostuvo que si bien el promedio de estas variaciones en los últimos doce meses es de 5.21%, el correspondiente para los últimos seis y tres meses es de 5.05 y 4.42%, respectivamente. Asimismo, **uno** indicó que la inflación anual de los servicios distintos a la vivienda y la educación fue de 6.05% en la primera quincena de junio, siendo esta la menor cifra registrada en dos años y medio. **Otro** detalló que ha descendido desde los niveles máximos de 7.5% registrados a inicios de 2023. Apuntó que la tasa mensual de inflación de este rubro ha ido moderándose. Preciso que el promedio de los doce meses más recientes es de 6.06%, mientras que el de los últimos seis y tres meses es de 5.56 y 4.03%, respectivamente.

La mayoría señaló que la inflación no subyacente aumentó de 5.54 a 6.73% entre abril y la primera quincena de junio. Todos coincidieron en que esta fue impulsada por las mayores variaciones anuales de los precios de los productos agropecuarios y de los energéticos. **Uno** notó que la inflación anual de los productos agropecuarios se incrementó de 7.35 a 8.99% en el mismo periodo, mientras que la inflación anual de los energéticos se elevó de 4.38 a 5.52%. **Otro** argumentó que la inflación no subyacente se mantiene creciendo por encima de su promedio histórico, de alrededor del

6%. Puntualizó que se han registrado incrementos sensibles en la inflación de bienes agropecuarios desde marzo y una tendencia alcista de los precios de los energéticos desde mediados de 2023. **Algunos** enfatizaron que la inflación no subyacente es muy volátil y suele experimentar choques de corta duración. **Uno** expresó que la política monetaria tiene poca incidencia sobre este componente. **Otro** estimó que es necesario mantenerse alerta ante los incrementos que este componente ha exhibido desde mediados del año pasado.

La mayoría mencionó que las expectativas de inflación general para el cierre de 2024 exhibieron un ajuste al alza. Algunos comentaron que las correspondiente a los próximos doce meses descendieron. **La mayoría expresó que tanto aquellas para el cierre de 2025, como las de mediano y largo plazo, se han mantenido estables.** **Uno** indicó que las expectativas de los analistas se ubican por encima de las metas intermedias del Instituto Central para 2024 y 2025. Respecto de las expectativas extraídas de instrumentos de mercado, **otro** apuntó que tanto las correspondientes al promedio de 1 a 5 años, como las de 6 a 10 años, aumentaron ligeramente. **Uno** destacó que la compensación por inflación y riesgo inflacionario implícita en las curvas de valores gubernamentales presentó cambios mixtos durante el periodo, aunque permanece en niveles similares a la decisión anterior, por encima de los 400 puntos base.

La mayoría señaló que las previsiones de las inflaciones general y subyacente se ajustaron ligeramente en algunos trimestres. **Uno** puntualizó que esta revisión obedeció, en parte, a la incidencia de la depreciación cambiaria sobre la inflación de mercancías, la cual tiende a verse afectada de manera más evidente por la cotización de la moneda nacional. **Otro** resaltó que el impacto de la depreciación sobre el precio de las mercancías se reflejaría con cierto rezago y el grado con el que se traspase dependerá de la temporalidad del ajuste cambiario y el comportamiento de otros determinantes inflacionarios. **La mayoría destacó que, si bien la depreciación de la moneda nacional influye al alza en el pronóstico de inflación, sus efectos se ven en parte contrarrestados por los correspondientes a la mayor debilidad de la actividad económica.** **Uno** consideró que la menor actividad económica propiciaría que el descenso de la inflación general se reanude próximamente. Apuntó que el ajuste también se explicó por la mayor persistencia esperada en la inflación de vivienda y educación, así

como por mayores variaciones en los precios de agropecuarios. **La mayoría mencionó que se sigue esperando que la inflación general converja a la meta de 3% en el cuarto trimestre de 2025.**

La mayoría consideró que el balance de riesgos respecto de la trayectoria prevista para la inflación en el horizonte de pronóstico permanece sesgado al alza. Uno opinó que el sesgo al alza se acentuó y que ahora se enfrenta un panorama inflacionario más incierto. Indicó que, dado que la determinación del balance de riesgos es prospectiva, debe ponderarse menos el descenso ya observado de la inflación desde su nivel máximo y otorgar un mayor peso a que el progreso en la desinflación se ha detenido desde octubre de 2023 y a que corre el riesgo de revertirse. Otro estimó que el choque vinculado con la desaceleración de la actividad económica será de una duración mayor que el choque de volatilidad asociado con factores idiosincráticos, por lo que el primero desempeñará un papel más relevante en la dinámica inflacionaria.

La mayoría juzgó que el riesgo de una mayor depreciación cambiaria que genere presiones sobre la inflación está presente. Uno mencionó que la intensidad y duración de los ajustes en los mercados financieros son inciertos y podrían dificultar la convergencia de la inflación a la meta en el horizonte de planeación. Añadió que espera que la aversión al riesgo y sus consecuencias en los mercados financieros nacionales persista. Consideró que, además de las condiciones financieras internacionales astringentes, el proceso electoral en Estados Unidos podría ocasionar episodios de volatilidad. No obstante, otro opinó que es posible que parte del choque del tipo de cambio sea temporal o que se vaya moderando en cierta medida, lo que podría implicar un menor traspaso del tipo de cambio. **La mayoría agregó que la desaceleración económica prevista puede mitigar el riesgo del traspaso cambiario.** Uno destacó que estudios para la economía mexicana documentan que el coeficiente de traspaso del tipo de cambio hacia la inflación es menor ante mayores condiciones de holgura. Sostuvo que el anclaje de las expectativas de inflación ha generado que dicho traspaso se haya reducido de manera importante en las últimas dos décadas. Otro precisó que si bien el traspaso de la depreciación a costos ha sido bajo en los últimos años, la naturaleza y magnitud del choque cambiario, su duración y las condiciones de holgura, entre otros factores, serán determinantes en sus efectos inflacionarios. Por su parte, uno argumentó que un estudio reciente muestra que, tanto en economías avanzadas como emergentes, la

magnitud del traspaso cambiario depende del origen del choque que propició la depreciación de la moneda. Puntualizó que, de acuerdo con ese estudio, para el caso de México, el traspaso es mayor cuando el origen del choque es idiosincrático, siendo los choques de demanda y de prima por riesgo los que tienen los mayores efectos.

La mayoría resaltó como riesgo al alza la persistencia de la inflación subyacente, especialmente del componente de servicios. Uno consideró que la persistencia en la inflación de servicios podría continuar debido al rezago en el reacomodo de precios relativos y a que el incremento de costos aún no ha terminado de traspasarse al consumidor. Advirtió que la inflación de mercancías podría mostrar un menor descenso, con lo que la desaceleración de la subyacente podría detenerse. Agregó que la disminución de la inflación de mercancías alimenticias podría cambiar de dirección una vez que los choques favorables para este componente se disipen y el efecto base de comparación se vuelva más relevante. Opinó que la inflación de las mercancías no alimenticias está alcanzando mínimos difíciles de mantener. Alertó sobre el riesgo de que la inflación de mercancías no alimenticias, al converger a su media, deje de compensar la persistencia en la de servicios, iniciando una tendencia al alza en la subyacente.

Entre otros riesgos al alza, la mayoría advirtió sobre la posibilidad de mayores presiones de costos de diversa índole. Resaltó aquellos asociados con las afectaciones climáticas. Uno mencionó los retos que podrían derivarse del impulso fiscal durante 2024. Otro indicó que el paquete económico del siguiente año será fundamental para conocer el marco fiscal, las presiones de gasto y el apoyo a Pemex. Por otro lado, recordó que se mantiene el riesgo de que la inflación no subyacente continúe por encima de las proyecciones del Instituto Central, en niveles congruentes con sus promedios históricos. Uno enfatizó los riesgos de un escalamiento de los conflictos geopolíticos.

Algunos comentaron que algunos de los riesgos mencionados podrían verse contrarrestados por una actividad económica menor a la anticipada. Uno estimó que una mayor holgura, además de contrarrestar los posibles efectos de una depreciación de la moneda, contribuirá a una reducción en la inflación de servicios. Sostuvo que el relajamiento de las condiciones de holgura se ha vuelto más relevante y probablemente sea más

duradero que el choque de volatilidad experimentado.

Entorno Macrofinanciero

Algunos mencionaron que en las semanas posteriores a la última reunión de política monetaria los mercados financieros nacionales presentaron un comportamiento estable. No obstante, **uno** opinó que durante mayo enfrentaron un entorno adverso ante la expectativa de menores recortes de tasas en economías avanzadas. **La mayoría comentó que a principios de junio ante factores idiosincráticos se observó una importante volatilidad en los mercados nacionales. Todos destacaron que las condiciones de operación mostraron afectaciones significativas. Subrayaron que el peso mexicano registró una visible depreciación.** **Uno** especificó que luego de que en mayo el tipo de cambio se ubicó por debajo de 17 pesos por dólar, en junio llegó a cotizarse en niveles similares a los observados en los primeros meses de 2023, aunque por debajo de los registrados en 2022. **Otro** resaltó que la cotización de la moneda alcanzó momentáneamente un nivel de 19 pesos por dólar, siendo la divisa emergente con mayor depreciación en algunas jornadas. **Algunos** añadieron que presentó un amplio rango de operación. **Uno** indicó que en su opinión el peso mexicano volvió a niveles cercanos a sus fundamentales, corrigiendo así la sobrevaluación observada en el último año. **Algunos** argumentaron que este comportamiento de la moneda nacional obedeció a un ambiente de menor apetito por activos locales y a la liquidación de posiciones largas en pesos, principalmente en derivados cambiarios de corto plazo. **Uno** precisó que esto se debió en parte al cierre de posiciones de acarreo tras la disminución en el diferencial de tasas ajustado por volatilidad. Enfatizó que la volatilidad y el sesgo implícitos en el mercado de opciones mostraron un incremento sustantivo, alcanzando niveles máximos en el año. Subrayó que, en línea con lo anterior, se ha observado un aumento en la demanda por coberturas ante posibles eventos subsecuentes de depreciación. **Otro** expuso que en el mediano plazo se mantienen expectativas que muestran un sesgo a la depreciación. **Uno** consideró que, ante un deterioro en las condiciones de operación, se deberá estar atento al buen funcionamiento del mercado cambiario, resaltando que esto no implica un nivel objetivo específico. **La mayoría señaló que parte del ajuste en el tipo de cambio se ha revertido en los últimos días. Uno** agregó que en los días más recientes el comportamiento del tipo de cambio estuvo en línea con lo observado para otras divisas similares.

Todos notaron que las tasas de interés de valores gubernamentales de mediano y largo plazos aumentaron significativamente asociado con los factores idiosincráticos mencionados.

Algunos externaron que se registró un deterioro en las condiciones de mercado y máximos históricos en algunos nodos de la curva nominal. **Uno** añadió que se observaron amplios rangos de operación. **Otro** señaló que se registró cierta reversión en dichas tasas en días recientes. **Uno** mencionó que el tono más restrictivo de la Reserva Federal y las expectativas de menores reducciones en su tasa de referencia en lo que resta del año, junto con factores idiosincráticos, han contribuido al incremento del diferencial de tasas de los bonos mexicanos. Agregó que, pese a ello, dicho diferencial ajustado por la volatilidad del peso mexicano luce menos holgado, aunque continúa exhibiendo niveles superiores a la mayoría de las divisas emergentes comparables. **Otro** sostuvo que durante las últimas semanas se observó una salida de capitales por parte de no residentes concentrada principalmente en Bonos M. Comentó que el mercado de derivados de tasas de interés presentó un comportamiento similar al de los bonos gubernamentales, con aumentos significativos y elevada volatilidad. Argumentó que parte de los movimientos se explica por cierres de posiciones, así como por una demanda por cobertura ante los cambios en las tasas de interés. Indicó que las expectativas implícitas para la trayectoria de la tasa de política monetaria en los swaps de TIE descuentan con mayor probabilidad que el siguiente recorte sea hasta la decisión de noviembre y que la tasa objetivo termine el año en 10.60%. Recalcó que esto contrasta con la mediana de las expectativas de los analistas del sector privado que anticipa el próximo movimiento en agosto y una tasa de 10.25% al cierre de año. Agregó que en ambos casos se incorporó una corrección en las expectativas de política monetaria.

La mayoría destacó que las primas de riesgo soberano presentaron aumentos. Uno afirmó que la prima por riesgo aún se ubica en niveles más elevados a los observados previo a la jornada electoral de junio. Advirtió que en el mediano plazo se mantienen expectativas de una mayor prima por riesgo. No obstante, **otro** comentó que los aumentos en las primas de riesgo han sido acotados en comparación a otros episodios de estrés. **La mayoría señaló que el mercado accionario presentó un desempeño negativo debido a un menor apetito por riesgo a nivel local.**

Uno reflexionó que, hacia delante, la mayor información que se vaya teniendo puede contribuir a

que la incertidumbre se mitigue y a que los mercados financieros nacionales sigan estabilizándose. Comentó que diversos factores pueden contribuir a ello, como son los fundamentos macroeconómicos robustos, particularmente en comparación con otras economías emergentes. Destacó la disciplina fiscal, cuentas externas sostenibles, un sistema bancario nacional bien capitalizado y sin descalses cambiarios, un mercado de derivados financieros desarrollado que permite a los agentes económicos cubrir el riesgo cambiario, y niveles adecuados de reservas internacionales. Señaló que dos pilares primordiales del marco de política macroeconómica del país son un Banco Central autónomo con un mandato de estabilidad de precios y un régimen de flexibilidad cambiaria. **Algunos** enfatizaron que, bajo este régimen, el tipo de cambio actúa como una variable que absorbe los choques y contribuye a que la economía se ajuste de manera ordenada.

La mayoría destacó que el financiamiento total en la economía continuó creciendo. Uno atribuyó dicho crecimiento al componente interno. Agregó que el financiamiento interno al sector privado en abril mostró un sólido crecimiento, si bien continuó desacelerándose. **Algunos** señalaron que el crédito de la banca comercial siguió mostrando dinamismo. Detallaron que el financiamiento a las empresas y al consumo presentó elevadas tasas de expansión. No obstante, **uno** resaltó que estos rubros registraron cierta moderación. Advirtió que, hacia delante, se debe monitorear la evolución del crédito a las empresas, ya que la desaceleración económica podría reflejarse en factores adversos para el crédito tanto por el lado de la oferta como de la demanda. **Otro** comentó que los niveles de morosidad se mantienen en niveles bajos y estables.

Política Monetaria

La Junta de Gobierno evaluó el comportamiento de la inflación y de sus determinantes, así como las expectativas de inflación. Opinó que los retos y riesgos en ambos lados del balance ameritan continuar con un manejo prudente de la política monetaria. La Junta de Gobierno, con la presencia de todos sus miembros, decidió por mayoría mantener el objetivo para la Tasa de Interés Interbancaria a un día en 11.00%. Con esta decisión, la postura monetaria se mantiene restrictiva y continuará siendo conducente a la convergencia de la inflación a la meta de 3% en el horizonte de pronóstico.

Hacia delante, prevé que el entorno inflacionario permita discutir ajustes en la tasa de referencia.

Tomará en cuenta la perspectiva de que los choques globales continuarán desvaneciéndose y los efectos de una actividad económica más débil de lo que se tenía previamente anticipado. Considerará la incidencia de la postura monetaria restrictiva que se ha mantenido y la que siga imperando sobre la evolución de la inflación a lo largo del horizonte en el que opera la política monetaria. Las acciones que se implementen serán tales que la tasa de referencia sea congruente, en todo momento, con la trayectoria requerida para propiciar la convergencia ordenada y sostenida de la inflación general a la meta de 3% en el plazo previsto. El Banco Central reafirma su compromiso con su mandato prioritario y la necesidad de perseverar en sus esfuerzos por consolidar un entorno de inflación baja y estable.

Un miembro comentó que esta es una de las decisiones más complejas del ciclo monetario ya que se están experimentando dos choques en direcciones contrapuestas para la inflación. Señaló que, por un lado, se está experimentando volatilidad asociada con factores idiosincráticos, mientras que, por otro lado, ha ganado relevancia el riesgo de un relajamiento mayor a lo esperado de las condiciones de holgura, siendo este último el de mayor duración. Expresó que un ajuste en la restricción monetaria es congruente con los riesgos en el panorama, dada la postura altamente restrictiva y el progreso en el proceso desinflacionario. Entre estos riesgos, destacó el de una depreciación mayor. Mencionó que si bien la volatilidad es un elemento que debe monitorearse, la política monetaria debería atenderla en la medida que afecte la inflación. Agregó que, ante las mayores condiciones de holgura esperadas el traspaso a precios podría ser menor, como lo sugiere la evidencia para México, y que, asimismo, contribuiría a una reducción en la inflación de los servicios. Por ello, opinó que cobra mayor relevancia el riesgo asociado con la desaceleración económica por sus implicaciones para la dinámica inflacionaria. Externó que un enfoque de gradualidad permite actuar responsablemente, atendiendo todos los determinantes inflacionarios dentro del horizonte de la política monetaria. Sostuvo que el no abordar oportunamente los cambios en las perspectivas del entorno inflacionario, como es actualmente la intensificación de riesgos a la baja, podría implicar ajustes de mayor magnitud en el futuro, dificultando la conducción y comunicación de la política monetaria. Consideró inapropiado adoptar una postura altamente dependiente de los datos, ya que ello equivaldría a incorporar solo una parte del

conjunto de información y a conducir la política monetaria con rezagos, implicando costos innecesarios. Añadió que una conducción óptima de la postura monetaria debe ser prospectiva, atendiendo tanto los determinantes inflacionarios observados como los esperados. A su vez, subrayó que hacer ajustes adicionales en la tasa no implica dejar de mantener una postura restrictiva, la cual continuará siendo necesaria a lo largo del horizonte de pronóstico ante los retos que prevalecen. Indicó que el desafío estriba en definir el ritmo de dichos ajustes tomando en cuenta el comportamiento de la inflación respecto de las metas intermedias, el desempeño de sus determinantes y los riesgos que prevalezcan, así como dar peso a las perspectivas del entorno inflacionario.

Otro miembro externó que desde la última reunión de política monetaria los retos de persistencia y ralentización del proceso desinflacionario se han mantenido. Agregó que a ello se suma ahora un choque no previsto de volatilidad financiera por factores idiosincráticos, lo que representa un obstáculo adicional para lograr la convergencia de la inflación a la meta en el horizonte de planeación. Añadió el riesgo de que la restricción monetaria sea insuficiente para lograr dicha convergencia de reducirse la tasa de referencia o incrementarse las expectativas de inflación. Opinó que por ello el panorama para la conducción de la política monetaria se ha vuelto más complejo. Al respecto, destacó la tendencia al alza de la inflación general, los cambios mixtos en sus expectativas entre abril y mayo, el ajuste en los pronósticos de inflación y un mercado laboral aún apretado. Externó que la fortaleza del consumo y, en menor medida de la inversión, así como las perspectivas de política fiscal implicarían un menor deterioro al previsto para la actividad económica en lo que resta de 2024. Consideró que todo ello, aunado a un balance de riesgos para la inflación sesgado al alza, indica que se debe mantener la cautela en la conducción de la política monetaria. Estimó que ante la situación actual de elevada incertidumbre y volatilidad financiera, una reducción a la tasa de referencia sorprendería a la mayoría de los participantes del mercado y podría generar mayor volatilidad cambiaria y elevar las expectativas de inflación. Por ello, consideró que se debe priorizar un enfoque de administración de riesgos ante el entorno de creciente incertidumbre, alimentado por choques idiosincráticos y externos. Argumentó que el no modificar la tasa objetivo coadyuvará a mantener el anclaje de las expectativas de inflación y a fortalecer la credibilidad del Banco de México y su compromiso

con el mandato prioritario de estabilidad de precios. Expresó que la comunicación de este Instituto Central debe enfatizar un enfoque de cautela y de dependencia en los datos.

Un miembro comentó que desde la última decisión el panorama internacional ha sufrido pocos cambios, mientras que el local ha experimentado dos choques de naturaleza, magnitud y duración diferenciada que, de momento, han tendido a contrarrestarse mutuamente. Mencionó que uno está asociado con una mayor incertidumbre que provocó volatilidad financiera durante el periodo, mientras que el otro se refiere a que la economía del país se está desacelerando a una velocidad mayor a la anticipada, en un contexto donde se vaticinaba un alto dinamismo en la primera mitad del año. Detalló que la volatilidad financiera de este mes condujo a que prevalezca un entorno de mayor incertidumbre en relación con decisiones anteriores, si bien en los últimos días la volatilidad se ha moderado en línea con los sólidos fundamentos macroeconómicos del país. Al respecto, argumentó que los choques de incertidumbre tienen implicaciones tanto en el sector real como en el financiero. Externó que, en ambos, los agentes económicos posponen sus decisiones a la espera de información más precisa, y se conducen con cautela, siendo menos reactivos a los cambios del entorno económico, incluida la tasa de interés. Añadió que, en ambientes de menor certeza, la tasa de política monetaria puede tener un menor efecto sobre las tasas de bonos de largo plazo si las primas por riesgo se ajustan de manera inversa, lo cual dificulta la transmisión a lo largo de la curva de rendimientos. Subrayó que, si bien la postura monetaria es indudablemente restrictiva, ante la incertidumbre que rodea a algunos determinantes de la inflación resulta apropiado, por esta ocasión, prolongar la pausa para seguir evaluando tanto el proceso desinflacionario como la transmisión de la política monetaria. Expresó que de ser consistentes con lo anticipado y si las condiciones macroeconómicas, incluyendo la demanda agregada, contribuyen a impulsar una dinámica de precios más favorable, sería apropiado retomar los ajustes a la baja, con la finalidad de buscar un equilibrio más eficiente en la conducción de la política monetaria. Sostuvo que con esta decisión se busca administrar los riesgos al alza y a la baja para la inflación, así como propiciar un movimiento ordenado de los mercados y de la economía en su conjunto, en cumplimiento del mandato constitucional.

Otro miembro estimó que no se requiere reducir la tasa de referencia hasta que no se tenga mayor

certeza de que la inflación, y en particular la inflación subyacente, incluido el subcomponente de servicios, presenten una tendencia descendente y muestren una clara convergencia hacia la meta de 3%. Asimismo, consideró que la tasa objetivo debe ser consistente con el deterioro en las condiciones de operación de los mercados y con una expectativa de tasas elevadas derivada de mayores primas por riesgo local. Apuntó que las condiciones monetarias externas y el diferencial de tasas empiezan a tener mayor relevancia en la determinación de la postura monetaria. Opinó que se requiere una elevada y prolongada postura restrictiva ante el rezago de sus efectos sobre la demanda agregada y la baja eficacia de sus mecanismos de transmisión. Notó que el crédito bancario, pese a cierta moderación, y los agregados monetarios en términos reales mantienen una dinámica vigorosa, indicando que aún no se manifiestan plenamente los efectos de la postura monetaria. Añadió que, ante la depreciación observada, el canal del tipo de cambio pudiera dejar de contener algunas presiones pese al bajo traspaso de la depreciación cambiaria. Consideró adecuada una estrategia de calibraciones eventuales y graduales a la postura monetaria dependiente de los datos. Señaló que para continuar con los ajustes finos se requiere una tendencia descendente en la inflación de servicios, una mejora sustancial en las expectativas inflacionarias y que la convergencia a la meta de inflación proyectada a finales de 2025 se vaya materializando. Puntualizó que los ajustes eventuales se harían para mantener la tasa real ex-ante en el rango de 7 a 7.5%. Destacó que desde la decisión de marzo dicha tasa aumentó 12 puntos base, ubicándose en la parte media de ese rango. Resaltó la importancia de monitorear los efectos de las presiones inflacionarias y cambiarias sobre las expectativas de inflación. Aseveró que debe garantizarse el anclaje de las expectativas de inflación en 3% y que, debido a que estas permanecen por encima de los pronósticos del Instituto Central, los cambios en las condiciones de holgura o en el nivel de apretamiento de las condiciones financieras deberían continuar teniendo una consideración secundaria. Externó que ante la mayor incertidumbre se debe tener sumo cuidado con las señales enviadas. Afirmó que mantener la tasa sin cambio indica cautela y envía el mensaje de que no se está satisfecho con la dinámica inflacionaria. Sostuvo que la dirección de los ajustes futuros representará una señal aún más fuerte que el nivel de la tasa objetivo per se.

Un miembro señaló que a principios de junio se presentó un episodio de volatilidad en los mercados

financieros nacionales que implicó una depreciación visible del peso. Destacó que, sin embargo, los efectos de dicha depreciación sobre las previsiones de inflación del Instituto Central se vieron, en parte, contrarrestados por los efectos correspondientes a la expectativa de una actividad económica nacional más débil respecto de la que se tenía previamente anticipada. Agregó que la previsión de estas presiones ocurre en un contexto en el cual la inflación general, sobre la que está definida la meta del Instituto Central, ha venido aumentando por varios meses, debido al comportamiento del componente no subyacente. Consideró que, al tomar en cuenta la combinación de todos los elementos del entorno macroeconómico y financiero, en esta ocasión es prudente mantener la tasa de referencia en 11%. Enfatizó que esta decisión, que implica prolongar la pausa en los ajustes a la tasa objetivo, no significa que se deje de contemplar la posibilidad de recortes en las próximas reuniones. Recordó que a pesar de las fluctuaciones que ha exhibido la inflación general durante este año, esta permanece en niveles visiblemente menores a los máximos registrados en este episodio inflacionario. Mencionó además que desde la última reunión de política monetaria la inflación subyacente, que refleja mejor la tendencia de la inflación, continuó disminuyendo. Opinó que no cabe lugar a duda de que el entorno inflacionario actual es menos adverso que el de 2022 y principios de 2023. Añadió que la perspectiva es que la desinflación prosiga a lo largo del horizonte de pronóstico. En este contexto, subrayó que el Instituto Central se encuentra en una etapa en la cual los avances en la desinflación y el grado de restricción monetaria prevaleciente permiten discutir la posibilidad de recortes y que, en su opinión, esto se hará en las próximas reuniones. Detalló que se tomará en cuenta la moderación de las presiones inflacionarias ante la expectativa de que los choques globales continúen desvaneciéndose y la perspectiva de una actividad económica más débil de lo que se tenía previsto. Resaltó que se considerará la incidencia de la postura monetaria restrictiva que se ha mantenido y la que seguirá imperando sobre la evolución de la inflación a lo largo del horizonte en el que opera la política monetaria.

3. DECISIÓN DE POLÍTICA MONETARIA

La Junta de Gobierno evaluó el comportamiento de la inflación y de sus determinantes, así como las expectativas de inflación. Opinó que los retos y riesgos en ambos lados del balance ameritan continuar con un manejo prudente de la política monetaria. La Junta de Gobierno, con la presencia

de todos sus miembros, decidió por mayoría mantener el objetivo para la Tasa de Interés Interbancaria a un día en 11.00%. Con esta decisión, la postura monetaria se mantiene restrictiva y continuará siendo conducente a la convergencia de la inflación a la meta de 3% en el horizonte de pronóstico.

Hacia delante, prevé que el entorno inflacionario permita discutir ajustes en la tasa de referencia. Tomará en cuenta la perspectiva de que los choques globales continuarán desvaneciéndose y los efectos de una actividad económica más débil de lo que se tenía previamente anticipado. Considerará la incidencia de la postura monetaria restrictiva que se ha mantenido y la que siga imperando sobre la evolución de la inflación a lo largo del horizonte en el que opera la política monetaria. Las acciones que se implementen serán tales que la tasa de referencia sea congruente, en todo momento, con la trayectoria requerida para propiciar la convergencia ordenada y sostenida de la inflación general a la meta de 3% en el plazo previsto. El Banco Central reafirma su compromiso con su mandato prioritario y la necesidad de perseverar en sus esfuerzos por consolidar un entorno de inflación baja y estable.

4. VOTACIÓN

Votaron a favor de la decisión Victoria Rodríguez Ceja, Galia Borja Gómez, Irene Espinosa Cantellano y Jonathan Ernest Heath Constable. Votó a favor de reducir en 25 puntos base el objetivo para la Tasa de Interés Interbancaria a un día a un nivel de 10.75% Omar Mejía Castelazo.

5. OPINIONES/VOTOS DISIDENTES

Voto. Omar Mejía Castelazo

El panorama inflacionario enfrenta dos choques contrapuestos cuyo efecto tiende a contrarrestarse: una depreciación por eventos idiosincráticos y la confirmación de un debilitamiento económico mayor al esperado. Anticipo que el relajamiento de las condiciones de holgura será de mayor duración, por lo que desempeñará un papel más relevante en la dinámica inflacionaria a lo largo del horizonte. Adicionalmente, hay instrumentos específicos para procurar un buen funcionamiento de los mercados, y la política monetaria debe reaccionar en función de su impacto sobre nuestro escenario central, que, ante el impacto de ambos choques incorporados, no observa cambios relevantes y permite continuar ajustando nuestra postura monetaria, la cual debe propiciar la convergencia de la inflación, procurando

un ajuste ordenado de la economía y los mercados. Juzgo responsable hacer una reflexión profunda sobre el nivel de restricción apropiado en el contexto actual, caracterizado por el innegable progreso en el panorama inflacionario y la perspectiva de mayores condiciones de holgura. Por ello también es apropiado conducir la política monetaria con un enfoque prospectivo, y no sobreponderar la evolución de la no subyacente, sobre la cual la política monetaria tiene poca incidencia. Por lo anterior, considero apropiado realizar un ajuste en la restricción.

ANEXO*

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

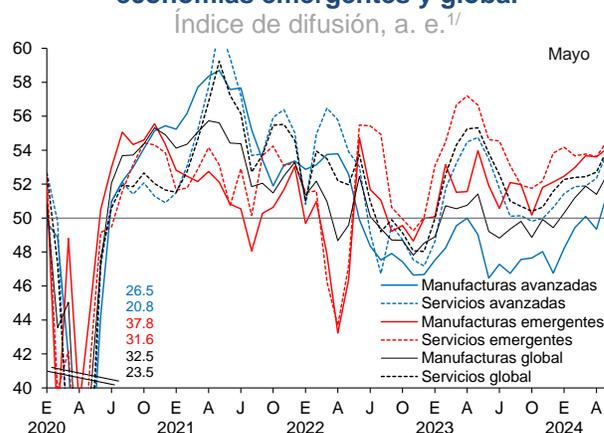
A.1. Condiciones externas

A.1.1. Actividad económica mundial

Se prevé que la actividad económica mundial continúe expandiéndose durante el segundo trimestre de 2024, aunque a un ritmo menor que el observado en el trimestre anterior. Ello asociado con un menor dinamismo del crecimiento de las economías emergentes, luego del robusto desempeño que estas registraron durante el primer trimestre. Por su parte, las economías avanzadas, habrían registrado una ligera recuperación de su actividad, si bien se anticipan diferencias en los ritmos de crecimiento entre países. Los índices de gerentes de compras apuntan a un avance en el sector servicios y en la actividad manufacturera a nivel global en el segundo trimestre del año (Gráfica 1). En abril, algunos indicadores de comercio mundial mostraron un avance modesto en relación con el primer trimestre del año. Entre los riesgos globales destacan el agravamiento de las tensiones geopolíticas, la prolongación de las presiones inflacionarias, condiciones financieras apretadas y, en menor medida, los retos para la estabilidad financiera.

En Estados Unidos, si bien la actividad económica se moderó en el primer trimestre del año respecto del último del año previo, la demanda interna se mostró sólida. En particular, el PIB creció 0.3% a tasa trimestral ajustada por estacionalidad, luego de haber aumentado 0.8% en el trimestre previo (Gráfica 2).¹ Algunos indicadores recientes sugieren que la economía se mantuvo resiliente en el segundo trimestre de 2024. Este desempeño reflejaría contribuciones positivas del consumo privado, la inversión no residencial, el gasto público y la acumulación de inventarios.

Gráfica 1
Índice de gerentes de compras de producción y actividad para economías avanzadas, economías emergentes y global



a. e. / Cifras con ajuste estacional.

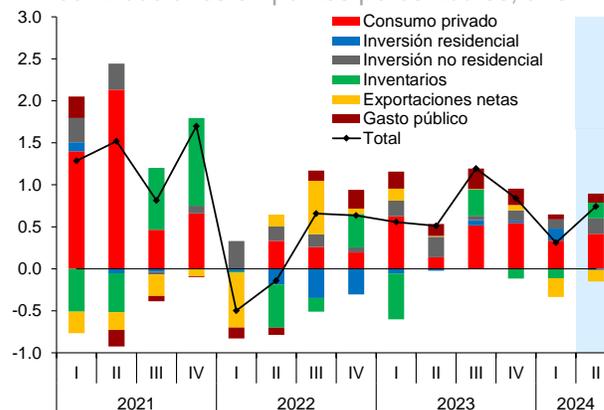
^{1/} El índice varía entre 0 y 100 puntos. Una lectura por encima de 50 puntos indica una expansión y por debajo de 50 indica una contracción. Una lectura igual a 50 puntos indica que no hubo cambios.

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

Fuente: IHS Markit.

Gráfica 2
EUA: PIB real y sus componentes

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



a. e. / Cifras con ajuste estacional.

Nota: El área sombreada hace referencia a los pronósticos del GDPNow de la Reserva Federal de Atlanta del 20 de junio.

Fuente: *Bureau of Economic Analysis* y Banco de la Reserva Federal de Atlanta.

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

¹ Expresado como tasa trimestral anualizada y ajustada por estacionalidad, la variación del PIB de Estados Unidos fue de 1.3% en el primer trimestre de 2024 y de 3.4% en el cuarto trimestre de 2023.

La producción industrial en Estados Unidos aumentó 0.9% a tasa mensual ajustada por estacionalidad en mayo, luego de haber registrado un estancamiento en abril. La producción manufacturera se expandió 0.9% durante mayo como resultado, principalmente, de las contribuciones positivas de la industria química, de la de alimentos y bebidas, y de la fabricación de productos metálicos. El sector de la minería creció 0.3%, al tiempo que la generación de electricidad y gas exhibió un avance de 1.6%. Los índices de gerentes de compras apuntan a un menor ritmo de crecimiento de la actividad manufacturera en junio.

El mercado laboral en Estados Unidos se mantuvo apretado, a pesar de la moderación que mostraron diversos indicadores. La nómina no agrícola se expandió más de lo previsto al pasar de 165 mil nuevas plazas en abril a 272 mil en mayo. Aunque permanecen en niveles bajos, las solicitudes iniciales del seguro de desempleo han exhibido una ligera tendencia al alza recientemente, ubicándose en 238 mil nuevas solicitudes en la semana que concluyó el 15 de junio. La tasa de desempleo aumentó marginalmente de 3.9% en abril a 4.0% en mayo, siendo el nivel más alto desde enero de 2022. Si bien el número de plazas vacantes permanece por encima de los niveles previos a la pandemia, este disminuyó de 8.4 millones en marzo a 8.1 millones en abril. Por su parte, la tasa de variación anual de las remuneraciones promedio por hora aumentó ligeramente de 4.1% en abril a 4.2% en mayo.²

Tras cinco trimestres de mantenerse prácticamente estancada, en el primer trimestre de 2024 la actividad económica en la zona del euro creció 0.3% a tasa trimestral ajustada por estacionalidad.³ Se prevé un crecimiento similar para el segundo trimestre del año. El desempeño del primer trimestre reflejó, principalmente, la contribución positiva de las exportaciones netas. El mercado laboral en la zona del euro continuó siendo robusto. La tasa de desempleo disminuyó de 6.5% en marzo a 6.4% en abril, alcanzando un nuevo mínimo histórico. Lo anterior, en un contexto en el que la tasa de participación laboral ha venido aumentando.

Respecto del resto de las principales economías avanzadas, se espera que registren una expansión en el segundo trimestre de 2024, aunque con diferencias en su ritmo de crecimiento. En particular,

se anticipa que la actividad económica de Japón muestre una recuperación, luego de haberse contraído el trimestre anterior. Los mercados laborales de este grupo de economías se mantuvieron apretados, a pesar de la moderación que han mostrado algunos indicadores.

Se prevé que la mayoría de las principales economías emergentes muestre un menor dinamismo en el segundo trimestre del año en relación con el trimestre previo, principalmente en América Latina y Asia Emergente. En el caso particular de China, algunos indicadores de actividad económica apuntan a un menor crecimiento entre abril y junio, luego de que el PIB creciera 1.6% a tasa trimestral ajustada por estacionalidad en el primer trimestre del año.⁴ En abril y mayo, las ventas al menudeo y la producción industrial registraron una moderación en su ritmo de crecimiento en relación con el desempeño observado a inicios de año. Dicha economía continúa enfrentando dificultades ante la debilidad de su sector inmobiliario y la baja confianza de los agentes económicos. Ello a pesar de los diversos estímulos que han implementado sus autoridades para impulsar el crecimiento.

Desde la última decisión de política monetaria en México, los precios internacionales de las materias primas mostraron un comportamiento mixto. Los precios del petróleo registraron un comportamiento diferenciado a lo largo del periodo. Durante las primeras cuatro semanas, las cotizaciones disminuyeron ante una menor percepción del riesgo asociado con el conflicto geopolítico en Medio Oriente, así como el acuerdo alcanzado el 2 de junio entre las naciones pertenecientes a la Organización de Países Exportadores de Petróleo y países aliados (OPEP+) de aumentar su oferta de forma paulatina a partir del cuarto trimestre de 2024. Hacia la segunda semana de junio, se observó una reversión de dicha tendencia ante la expectativa de una mayor demanda global durante el verano. En cuanto a los precios de referencia del gas natural, estos exhibieron un comportamiento al alza. Las cotizaciones aumentaron debido a una mayor demanda global y a la disminución de la producción en Noruega y Australia asociada con el mantenimiento de la infraestructura de procesamiento de gas. Asimismo, se presentaron

² Remuneraciones promedio por hora de producción y empleados no supervisores.

³ Expresado como tasa trimestral anualizada y ajustada por estacionalidad, la variación del PIB de la zona del euro fue de 1.3% en el primer trimestre de 2024.

⁴ Expresado como tasa anual, la variación del PIB de China fue de 5.3% en el primer trimestre de 2024.

presiones adicionales al alza ocasionadas por las tensiones geopolíticas en Europa. Los precios de los granos mostraron un comportamiento diferenciado en el periodo. En mayo, las cotizaciones aumentaron debido a condiciones climatológicas adversas, ante inundaciones en Brasil y heladas en Rusia y Ucrania, aunado a la preocupación por el suministro asociada con las tensiones geopolíticas entre los dos últimos países. Sin embargo, a principios de junio se registró una reversión de esta tendencia en parte por una mayor cosecha de granos en Estados Unidos. Los precios de los metales industriales exhibieron un comportamiento a la baja, aunque con cierta volatilidad. En el inicio del periodo, los precios fueron impulsados al alza por la expectativa de una recuperación de la actividad manufacturera mundial. No obstante, esta tendencia se revirtió hacia finales de mayo debido a la expectativa de una menor demanda por parte de China y de mayores niveles de inventarios a nivel global. Los precios de los metales preciosos se mantuvieron en niveles elevados, similares a los observados alrededor de la última decisión de política monetaria, si bien exhibieron cierta volatilidad ante las diversas publicaciones de indicadores económicos mundiales, particularmente de Estados Unidos.

A.1.2. Política monetaria y mercados financieros internacionales

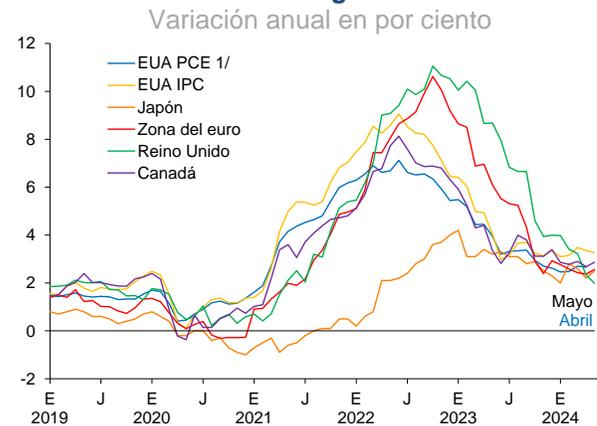
En varias de las principales economías avanzadas, la inflación general anual disminuyó, ante menores presiones en los precios de los alimentos y, en menor medida, del componente subyacente. No obstante, el ritmo de reducción de la inflación ha sido diferenciado entre economías y en algunos casos se observaron repuntes (Gráfica 3). En la mayoría de estas economías la inflación continúa por encima de los objetivos de sus respectivos bancos centrales.

En particular, en Estados Unidos la inflación general anual medida por el índice de precios al consumidor disminuyó de 3.4% en abril a 3.3% en mayo. Esta reducción reflejó una caída en la inflación de alimentos y del componente subyacente, el cual pasó de 3.6 a 3.4% en el mismo periodo. Ello fue contrarrestado parcialmente por mayores presiones en los precios de los energéticos. La variación mensual del componente subyacente disminuyó en mayo ante menores presiones en los precios de los servicios. Por su parte, el deflactor del gasto en consumo personal disminuyó ligeramente de 2.70% en marzo a 2.65% en abril, al tiempo que su

componente subyacente pasó de 2.81 a 2.75% entre los mismos meses.

Los pronósticos de inflación de analistas para la mayoría de las principales economías avanzadas prevén una moderación de la inflación general a lo largo de 2024 respecto de los niveles actuales. Sin embargo, esta permanecería en niveles superiores a los objetivos de inflación de sus respectivos bancos centrales durante este año. Las expectativas de inflación de mayor plazo para estas economías que se derivan de instrumentos financieros exhibieron una ligera disminución en semanas recientes respecto de las expectativas registradas en la segunda semana de mayo.

Gráfica 3
Economías avanzadas seleccionadas:
inflación general



1/ Se emplea el deflactor del gasto en consumo personal.
Fuente: Bureau of Economic Analysis, Bureau of Labor Statistics, Eurostat, Banco de Japón, Oficina Nacional de Estadística del Reino Unido e Instituto de Estadística de Canadá.

En varias economías emergentes, la inflación general anual registró incrementos en su lectura más reciente. Esto como resultado, en parte, de mayores presiones en los precios de energéticos y, en ciertos casos, de un alza en la inflación de los alimentos. De esta forma, en la mayoría de estas economías la inflación general se mantuvo por encima de los objetivos puntuales de sus respectivos bancos centrales, aunque en varias de ellas la inflación se ubicó dentro del intervalo de variabilidad considerado por cada instituto central. La inflación subyacente exhibió una reducción en la mayoría de las principales economías emergentes.

En este entorno, desde la última decisión de política monetaria en México los bancos centrales de las principales economías avanzadas y emergentes realizaron ajustes de política monetaria de manera heterogénea, en función de la evolución de la

inflación y de otros indicadores económicos de cada país.

En las principales economías avanzadas, la mayoría de los bancos centrales continuó con la reducción gradual de sus tenencias de valores y un amplio número mantuvo sin cambio sus tasas de referencia, incluyendo a la Reserva Federal de Estados Unidos. Algunos señalaron la necesidad de tener mayor confianza en que la inflación está volviendo al objetivo antes de relajar su postura de política monetaria. No obstante, algunos bancos centrales de economías avanzadas realizaron recortes en sus tasas de referencia. El Banco Central Europeo y el Banco de Canadá anunciaron su primer recorte en tasas de interés, después de varias decisiones sin cambio.⁵ Por su parte, el Banco de Japón, si bien mantuvo su tasa de política monetaria sin cambio en junio, mencionó que en su próxima decisión dará a conocer un plan para reducir el monto de sus compras de bonos gubernamentales.⁶

En mayor detalle, en su reunión de junio, la Reserva Federal de Estados Unidos mantuvo sin cambio el rango objetivo para la tasa de fondos federales por séptima decisión consecutiva. Así, este siguió ubicándose entre 5.25 y 5.50%. Dicho banco central reiteró que, al considerar cualquier ajuste al rango objetivo para la tasa de fondos federales, el Comité Federal de Mercado Abierto (*FOMC*) evaluará cuidadosamente la nueva información, la evolución de las perspectivas económicas y el balance de riesgos. Indicó de nuevo que el *FOMC* considera que los riesgos asociados con el cumplimiento de sus metas de empleo e inflación han venido presentando un mejor balance. Mencionó nuevamente que el Comité no espera que sea apropiado reducir el rango objetivo para la tasa de fondos federales antes de que tenga mayor confianza de que la inflación está convergiendo de forma sostenible hacia el objetivo de 2%. Sin embargo, enfatizó que se encuentra preparado para ajustar la postura de política monetaria si surgieran riesgos que impidan el cumplimiento de sus objetivos. Adicionalmente, dicho banco central continuó con la reducción del tamaño de su hoja de balance, si bien a un menor ritmo.

⁵ El Banco de Canadá anunció en su reunión de junio un recorte de 25 puntos base en su tasa de referencia, después de seis decisiones consecutivas sin cambios. Su Consejo de Gobierno mencionó que los datos recientes incrementaron su confianza en que la inflación continuará convergiendo a su objetivo y consideró que su política monetaria no necesitaba ser tan restrictiva. No obstante, comentó que los riesgos para el panorama inflacionario prevalecen.

En conferencia de prensa de la decisión de junio, el presidente de dicha institución reiteró que en lo que va del año los datos de inflación no les han generado mayor confianza a los miembros del *FOMC* de que la inflación está convergiendo hacia el 2%. No obstante, detalló que las lecturas de inflación más recientes han sido más favorables que a principios de año y que ha habido un modesto avance hacia su objetivo de inflación. Indicó que, si la economía se mantiene sólida y la inflación persiste, el Comité está preparado para mantener el rango objetivo actual durante el tiempo que sea apropiado. Por el contrario, si el mercado laboral se debilita inesperadamente o la inflación cae más rápido de lo anticipado también está listo para responder.

Respecto de los ajustes a los pronósticos del Comité, entre marzo y junio, la mediana de la inflación general medida por el deflactor del gasto en consumo personal se revisó al alza de 2.4 a 2.6% para el cierre de 2024, de 2.2 a 2.3% para el de 2025 y permaneció en 2.0% para el de 2026. El Comité revisó al alza su expectativa para la tasa de fondos federales para el cierre de 2024 de 4.6 a 5.1%, para el cierre de 2025 de 3.9 a 4.1% y la mantuvo sin cambio en 3.1% para el de 2026. Las expectativas más recientes extraídas de instrumentos financieros sugieren que la tasa de fondos federales se ubicaría alrededor de 4.90% al cierre de 2024 y cercana a 3.99% al cierre de 2025.

En su reunión de junio, el Banco Central Europeo recortó en 25 puntos base (pb) sus tasas de referencia, después de haberlas mantenido sin cambio durante cinco decisiones consecutivas. Así, sus tasas de refinanciamiento, de préstamos y de depósitos se ubicaron en 4.25, 4.5 y 3.75%, respectivamente. Su Consejo de Gobierno señaló que, con base en la evaluación actualizada de las perspectivas de inflación, la dinámica de la inflación subyacente y la solidez de la transmisión de la política monetaria, era apropiado moderar el grado de restricción monetaria. No obstante, reiteró que conservará las tasas de referencia en niveles suficientemente restrictivos durante el tiempo que sea necesario con el fin de garantizar que la inflación regrese a su objetivo de manera oportuna. Indicó nuevamente que mantendrá un enfoque

⁶ El Banco de Japón anunció que reducirá el monto de sus compras de bonos gubernamentales (*JGB*) para garantizar que las tasas de interés a largo plazo se determinen más libremente en los mercados financieros. Recopilará las opiniones de los participantes del mercado y, en la próxima reunión de política monetaria, decidirá sobre un plan detallado para la reducción del monto de su compra durante los próximos uno o dos años, aproximadamente.

dependiente de los datos económicos y financieros para determinar la duración y el nivel apropiado de dicha restricción y que no se estaba comprometiendo con una trayectoria de política monetaria en particular.

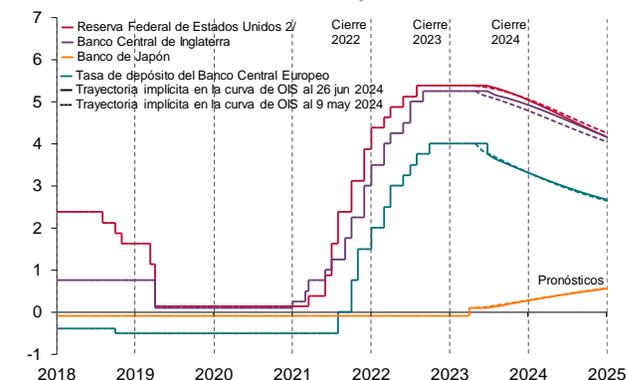
En conferencia de prensa, la presidenta de dicha institución señaló que, a pesar de haber revisado al alza sus pronósticos de inflación, la decisión se tomó porque su confianza en la trayectoria descendente de la inflación ha ido aumentando en los últimos meses. Sin embargo, detalló que se necesitan datos adicionales para corroborar que se encuentran en una senda desinflacionaria. Asimismo, mencionó que no puede confirmar que se encuentran en una fase de reducción de tasas, pero que existe una gran probabilidad de que así sea, aunque ello dependerá de los datos. Recalcó que existe una elevada incertidumbre respecto de la velocidad y el tiempo que tomará dicha fase. En relación con su Programa de Emergencia por la Pandemia (PEPP), el Consejo de Gobierno confirmó que reducirá las tenencias de valores adquiridos bajo el marco de dicho programa en un promedio de 7,500 millones de euros al mes durante el segundo semestre del año.

En las principales economías emergentes, desde la última decisión de política monetaria en México los bancos centrales tomaron decisiones sobre sus tasas de política monetaria de manera diferenciada, considerando las circunstancias económicas específicas de cada país. Algunos institutos centrales, principalmente de las regiones de América Latina y Europa del Este, continuaron con recortes en sus decisiones más recientes, si bien de menor magnitud. Los bancos centrales de Perú y Brasil mantuvieron sin cambio su tasa de referencia en su decisión de junio, después de haber recortado previamente. Algunos bancos centrales del Sudeste Asiático determinaron no ajustar su tasa de referencia, entre ellos el banco central en China.

Respecto de las acciones futuras, los institutos centrales indicaron, en general, que sus decisiones seguirán dependiendo de la nueva información que reflejen estos indicadores. Adicionalmente, algunas de estas instituciones anticipan que las tasas de referencia permanecerán en niveles restrictivos por cierto tiempo y comunicaron que se encuentran preparadas para realizar ajustes adicionales de ser necesario, con el fin de regresar la inflación a su objetivo. En cuanto a las expectativas de mercado para las tasas de política monetaria de las principales economías avanzadas, con base en la última información disponible, las tasas de interés

implícitas en las curvas de *swaps* (OIS) registraron cambios acotados (Gráfica 4). Así, las trayectorias implícitas para las principales economías avanzadas prevén, en general, disminuciones en las tasas de referencia de al menos 25 pb durante el cuarto trimestre de 2024.

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



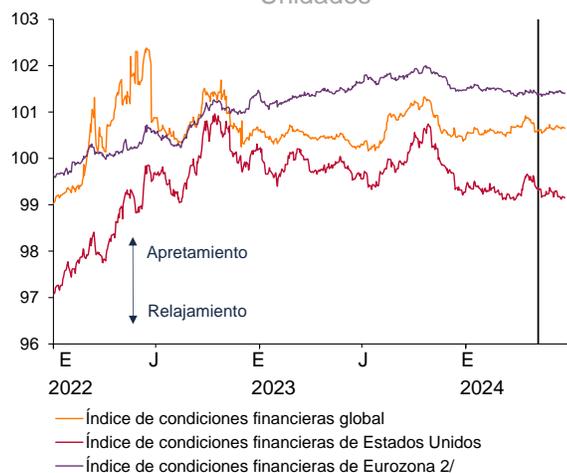
1/ OIS: Swap de tasa de interés fija por flotante en donde esta última está ligada a la referencia efectiva a un día.
2/ Para la tasa de referencia observada de Estados Unidos se utiliza la tasa de interés promedio del rango objetivo de la tasa de fondos federales (5.00%- 5.25%).
Fuente: Bloomberg.

Desde inicios de mayo de 2024, las condiciones financieras internacionales exhibieron movimientos acotados (Gráfica 5). Los mercados reaccionaron a los datos mixtos de inflación y actividad económica, principalmente en Estados Unidos, por lo que no se observó una clara tendencia en el índice de condiciones financieras durante el periodo. A partir de la segunda mitad de junio, el dólar mostró una tendencia a apreciarse como resultado de una retórica más cautelosa de la Reserva Federal, lo que contrasta con las reducciones recientes de las tasas de referencias por parte de otros bancos centrales de economías avanzadas.

En congruencia con la evolución de las condiciones financieras, las tasas de mediano y largo plazo de las principales economías avanzadas registraron ligeras disminuciones en su mayoría (Gráfica 6). Por su parte, en las economías emergentes se observaron aumentos en las tasas de mayor plazo en algunas regiones (Gráfica 7). La mayoría de los mercados accionarios de economías avanzadas presentaron pérdidas, mientras que en los de economías emergentes mostraron cambios mixtos, destacando las caídas en la región de América Latina. Respecto de los mercados cambiarios, el dólar estadounidense se apreció frente a las

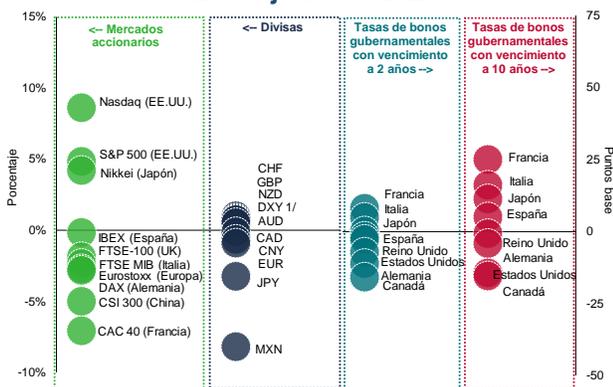
monedas de países emergentes y avanzados. Finalmente, desde la última decisión de política monetaria se registraron entradas netas de flujos de capital a economías emergentes, tanto en activos de renta variable como de renta fija.

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



1/ El índice de condiciones financieras se construye a partir del efecto que tienen cinco variables sobre la actividad económica: la tasa de interés de referencia, la nota gubernamental de 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 zona del euro, también se considera el diferencial entre los bonos soberanos de Francia, Italia, España, Países Bajos, Bélgica, Austria, Portugal y Finlandia sobre el bono alemán con vencimiento a 10 años. La línea negra vertical indica la última reunión calendarizada de política monetaria de Banco de México.
Fuente: Bloomberg y Goldman Sachs.

Gráfica 6
Variación de indicadores financieros
seleccionados del 9 de mayo
al 26 de junio de 2024



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

Gráfica 7
Desempeño de activos de países emergentes
seleccionados a partir del 3 de mayo de 2024
Porcentaje, puntos base

Región	País	Divisas	Bolsas	Tasas de Interés 2A	Tasas de Interés 10A	CDS
América Latina	México	-6.40%	-7.61%	42	40	13
	Brasil	-6.38%	-5.58%	79	47	26
	Chile	0.10%	-1.07%	-99	5	-3
	Colombia	-5.16%	-1.46%	-20	27	20
	Perú	-2.06%	2.75%	-25	6	-1
Europa emergente	Rusia	4.02%	-9.25%	117	137	N.D.
	Polonia	0.40%	2.40%	-2	10	-3
	Turquía	-1.75%	4.81%	-200	34	-16
	Rep. Checa	0.43%	0.75%	0	8	-3
	Hungría	-1.43%	3.50%	-36	3	-2
Asia	China	-0.23%	-3.44%	-17	-6	3
	Malasia	0.54%	0.05%	-6	-8	1
	India	-0.05%	4.51%	-16	-17	-2
	Filipinas	-2.51%	-6.91%	-24	-24	5
	Tailandia	0.29%	-4.64%	0	-6	1
	Indonesia	-1.93%	-3.57%	-13	-2	5
África	Sudáfrica	1.63%	4.37%	-72	-91	-20

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.

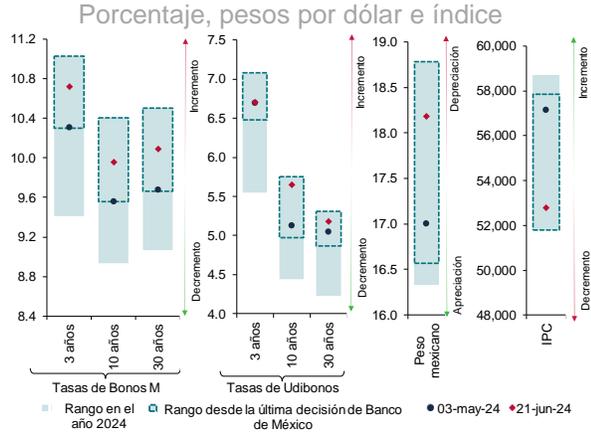
A.2. Evolución de la economía mexicana

A.2.1. Mercados en México

Desde la última decisión de política monetaria en México, los mercados financieros nacionales presentaron una importante volatilidad debido a factores idiosincráticos. La cotización del peso mexicano frente al dólar registró una visible depreciación, al tiempo que las tasas de interés de mediano y largo plazo mostraron incrementos significativos (Gráfica 8). Más recientemente, los mercados nacionales han normalizado sus condiciones de operación en cierta medida.

La moneda nacional operó en un rango de 2.48 pesos, entre 16.52 y 19.00 pesos por dólar desde la última decisión de política monetaria (Gráfica 9). En su lectura más reciente había registrado una depreciación de 6.40% respecto de la fecha de la decisión anterior. Este comportamiento ocurrió en un entorno caracterizado por elevada volatilidad, un deterioro en las condiciones de operación y una disminución en el posicionamiento en la divisa, si bien en los días más recientes se observó una cierta mejoría.

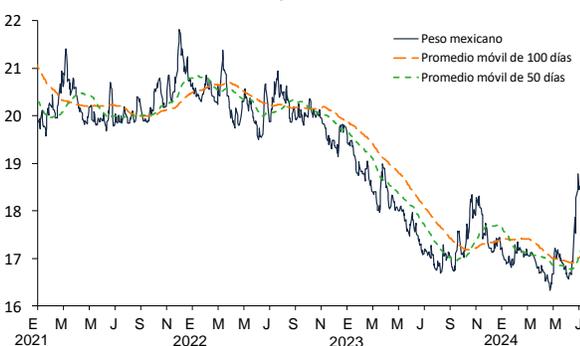
Gráfica 8
Desempeño y condiciones de operación de mercados mexicanos



Fuente: Bloomberg y Proveedor Integral de Precios (PIP).

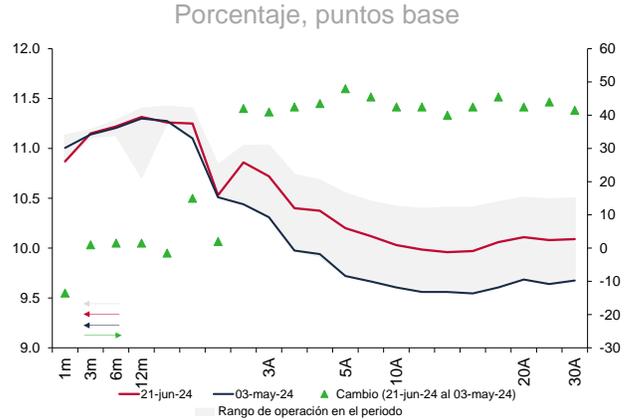
Las tasas de interés de los valores gubernamentales presentaron aumentos de entre 40 y 48 puntos base en el segmento de mayores plazos de la curva, alcanzando máximos históricos para algunos vencimientos (Gráfica 10). Asimismo, los instrumentos a tasa real exhibieron incrementos en el segmento de mediano y largo plazo. 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 también mostraron una elevada volatilidad y movimientos diferenciados por plazo (Gráfica 11). El mercado de renta fija también mostró un deterioro significativo de sus condiciones de operación, mismo que se revirtió parcialmente en los días más próximos a la decisión de política monetaria en el país.

Gráfica 9
Tipo de cambio del peso mexicano



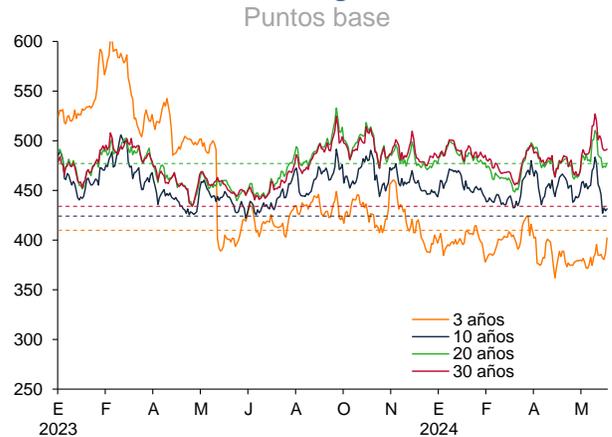
Fuente: Banco de México.

Gráfica 10
Curva de rendimiento de valores gubernamentales a tasa nominal



Fuente: Proveedor Integral de Precios (PIP).

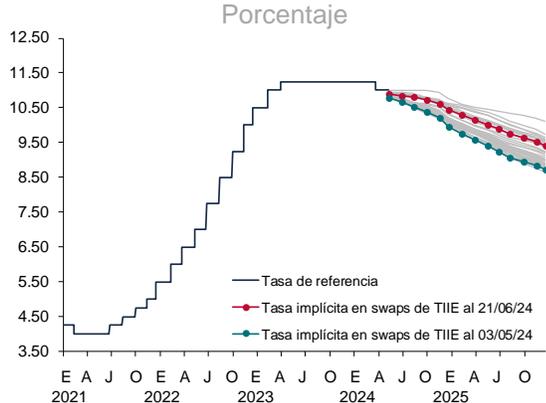
Gráfica 11
Compensación por inflación y riesgo inflacionario implícita en las curvas de tasas de valores gubernamentales



1/ Las líneas horizontales se refieren a los respectivos promedios observados desde septiembre de 2008 a la fecha.
Fuente: Proveedor Integral de Precios (PIP).

En lo que concierne a las expectativas de la trayectoria de la tasa de referencia de política monetaria, la información implícita en la curva de swaps de tasas de interés no incorpora movimiento alguno para la decisión de junio de 2024 y muestra un nivel de 10.66% y de 9.61% en la tasa objetivo para los cierres de 2024 y 2025, respectivamente (Gráfica 12). Por su parte, los analistas encuestados por Citibanamex están divididos respecto de la fecha de ajuste de la tasa de referencia. Un número similar de participantes esperan que el próximo recorte ocurra en la decisión de junio, que en agosto y que en septiembre. Con respecto a la expectativa de la tasa al cierre de año, estiman que esta se ubique en 10.25%.

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



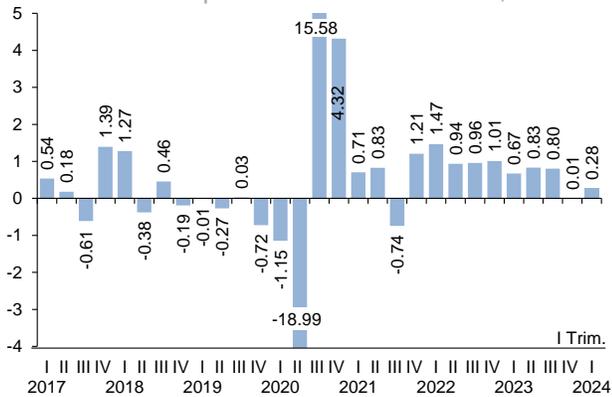
Nota: Las líneas grises representan el rango desde la última decisión de política monetaria.
Fuente: Proveedor Integral de Precios (PIP).

A.2.2. Actividad económica en México

A principios del segundo trimestre prevaleció la debilidad que la actividad productiva ha exhibido desde finales del año pasado. En particular, en el primer trimestre de 2024 el PIB registró una variación trimestral ajustada por estacionalidad de 0.28% (Gráfica 13). Posteriormente, en abril la actividad económica retrocedió como resultado de contracciones generalizadas de los tres grandes sectores de actividad productiva (Gráfica 14).

Gráfica 13
Producto Interno Bruto

Variaciones porcentuales trimestrales, a. e.

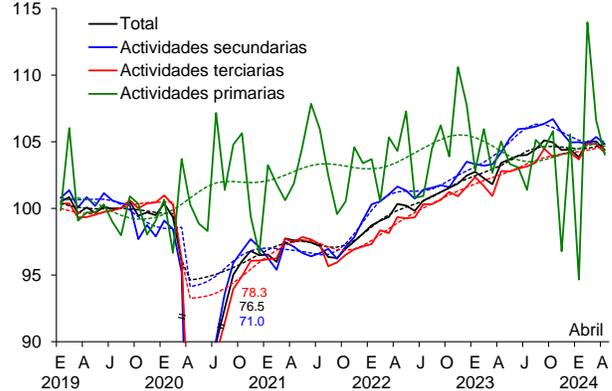


a. e. / Cifras con ajuste estacional. Se acotó el rango de la gráfica para facilitar la lectura.

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

Gráfica 14
Indicador Global de la Actividad Económica

Índices 2019 = 100, a. e.



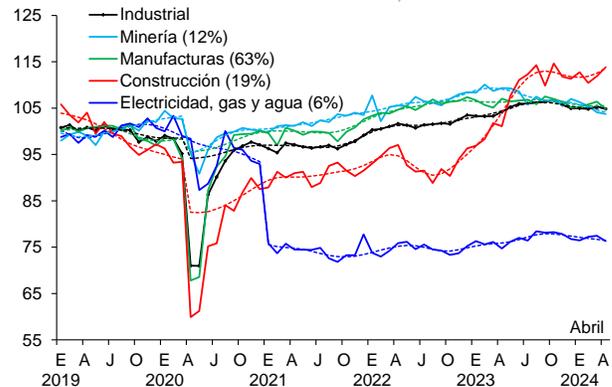
a. e. / Serie con ajuste estacional y serie de tendencia. La primera se representa con la línea sólida y la segunda con la punteada.

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

A principios del segundo trimestre, la actividad industrial continuó mostrando atonía (Gráfica 15). Las manufacturas se mantuvieron con debilidad, al tiempo que la construcción presentó un bajo dinamismo. Por su parte, los servicios han venido exhibiendo una pérdida de dinamismo. En abril, registraron una marcada disminución, aunque con heterogeneidad entre sus sectores. En un contexto de sequía en diversas regiones del país, la actividad agropecuaria disminuyó por segundo mes consecutivo, luego de la reactivación observada en febrero.

Gráfica 15
Actividad industrial ^{1/}

Índices 2019 = 100, a. e.



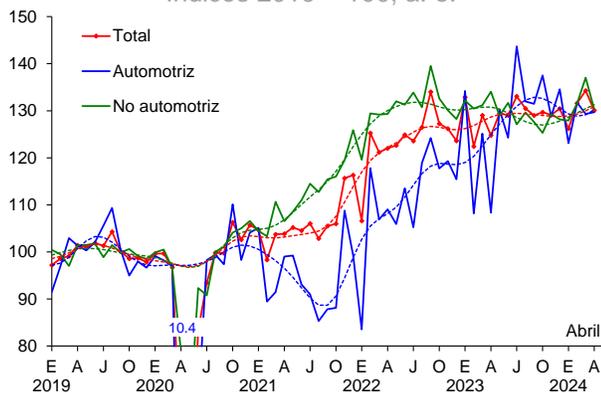
a. e. / Serie con ajuste estacional y serie de tendencia. La primera se representa con la línea sólida y la segunda con la punteada.

^{1/} Las cifras entre paréntesis corresponden a su participación en el total en 2018.

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

En cuanto a la demanda externa, a inicios del segundo trimestre de 2024 persistió la atonía de las exportaciones manufactureras (Gráfica 16). Las automotrices mostraron un bajo dinamismo, mientras que los envíos no automotrices se contrajeron. En lo que respecta a la evolución de la demanda interna, al cierre del primer trimestre el consumo privado mantuvo una tendencia al alza. El consumo de bienes importados creció, si bien con una moderación en su ritmo de expansión respecto de lo observado en meses previos. A su vez, el consumo de bienes nacionales repuntó, luego de la debilidad exhibida en meses anteriores. En contraste, el consumo de servicios disminuyó en el margen. Por su parte, la inversión fija bruta presentó una moderada recuperación respecto del débil desempeño exhibido al cierre de 2023. Al cierre del primer trimestre, se presentaron incrementos en el gasto de inversión tanto en construcción como en maquinaria y equipo, si bien con una pérdida de dinamismo respecto de lo observado en los primeros trimestres de 2023.

Gráfica 16
Exportaciones manufactureras
Índices 2019 = 100, a. e.



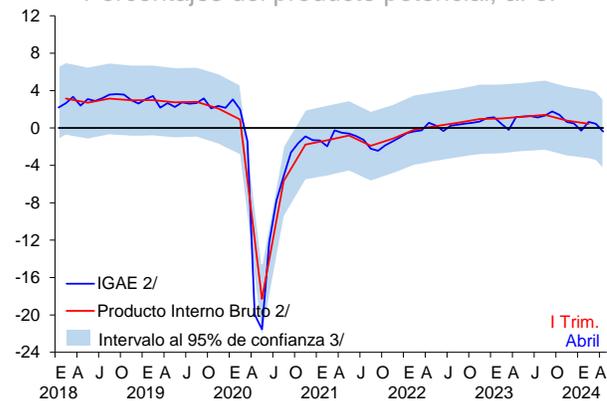
a. e. / Serie con ajuste estacional y serie de tendencia basadas en información en dólares nominales. La primera se representa con la línea sólida y la segunda con la punteada.

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

Respecto de la posición cíclica de la economía, ante la desaceleración de la actividad económica en el último trimestre de 2023 y el primero de 2024 la estimación puntual de la brecha del producto disminuyó (Gráfica 17). Dicha estimación no es estadísticamente distinta de cero. En abril de 2024, el mercado laboral siguió mostrando fortaleza, aunque con algunas señales de moderación. La tasa de desocupación nacional exhibió un nivel similar al del mes previo, al tiempo que la urbana se redujo en

el margen y se situó en su nivel más bajo desde que se tiene registro en el año 2005 (Gráfica 18). Con información a mayo y datos ajustados por estacionalidad, la creación de empleo formal afiliado al IMSS mantuvo una trayectoria al alza, si bien este indicador ha ido moderando su ritmo de expansión. Por último, en abril de 2024 el costo unitario de la mano de obra en el sector manufacturero se mantuvo en niveles relativamente elevados (Gráfica 19).

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



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

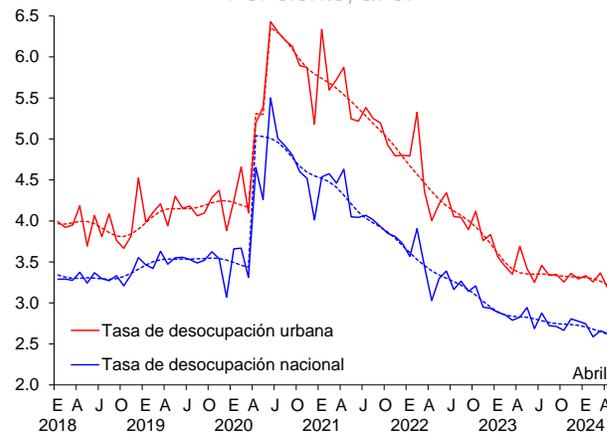
^{1/} Estimadas con el filtro de Hodrick-Prescott con corrección de colas; ver Banco de México (2009), "Informe sobre la Inflación, Abril-Junio 2009", pág.74.

^{2/} Cifras del PIB oportuno al primer trimestre de 2024 y del IGAE a abril de 2024.

^{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: INEGI.

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.

1/ Productividad con base en las horas trabajadas.

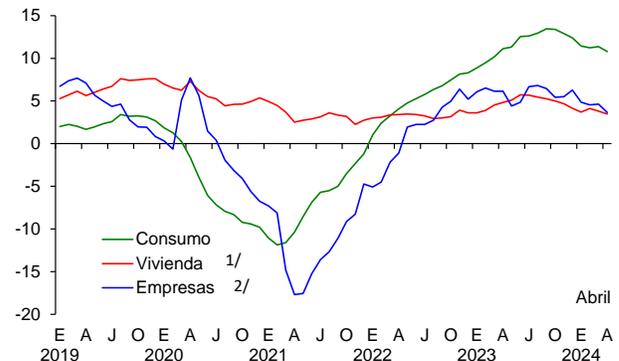
Fuente: Elaboración de Banco de México a partir de información desestacionalizada de la Encuesta Mensual de la Industria Manufacturera y de los indicadores de la actividad industrial del Sistema de Cuentas Nacionales de México, INEGI.

El financiamiento interno al sector privado continuó creciendo en abril de 2024, si bien mostró una reducción en su ritmo de expansión respecto del dinamismo observado en la segunda mitad de 2023. En su interior, las carteras de crédito de la banca comercial destinadas a empresas y a hogares registraron tasas de crecimiento inferiores a las del cierre del año anterior (Gráfica 20).

En lo relacionado con el costo de financiamiento, las tasas de interés del crédito bancario a las empresas exhibieron una disminución en abril de 2024, si bien permanecieron en niveles elevados. En tanto, los márgenes de intermediación del crédito en este segmento se redujeron ligeramente y se mantuvieron en niveles similares a los observados antes de la pandemia. Respecto del crédito a la vivienda, las tasas de interés bancarias siguieron ubicándose en un nivel similar al observado previo a la emergencia de salud. Por último, en lo correspondiente al crédito de la banca comercial al consumo, las tasas de interés de las tarjetas de crédito se redujeron en febrero de 2024. No obstante, dichas tasas continuaron situándose en niveles relativamente elevados, mientras que las tasas asociadas con créditos de nómina se han mantenido relativamente estables desde agosto de 2021.

En cuanto a la calidad de la cartera, en abril de 2024 los índices de morosidad del crédito bancario al sector privado siguieron ubicándose en niveles bajos. En el segmento de consumo, dicho indicador se redujo ligeramente, de modo que se revirtieron parcialmente los incrementos observados en la segunda mitad de 2023.

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



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

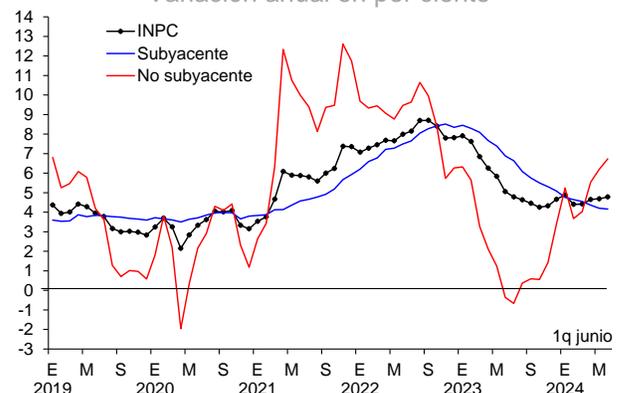
2/ Cifras ajustadas por efecto cambiario.

Fuente: Banco de México.

A.2.3. Comportamiento y perspectivas de la inflación

Entre abril y la primera quincena de junio de 2024, la inflación general anual pasó de 4.65 a 4.78%. Este resultado reflejó el aumento de la inflación no subyacente, el cual fue parcialmente compensado por la disminución de la subyacente (Gráfica 21 y Cuadro 1).

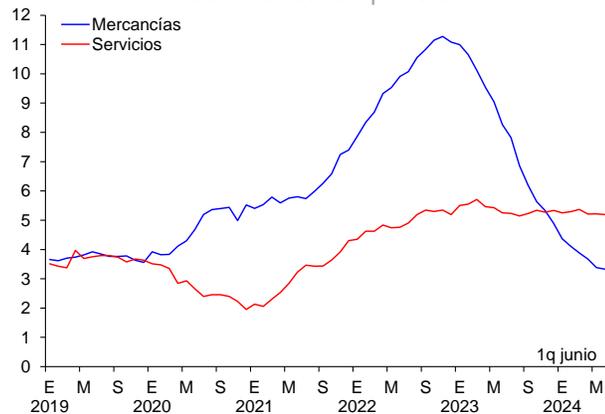
Gráfica 21
Índice Nacional de Precios al Consumidor
 Variación anual en por ciento



Fuente: INEGI.

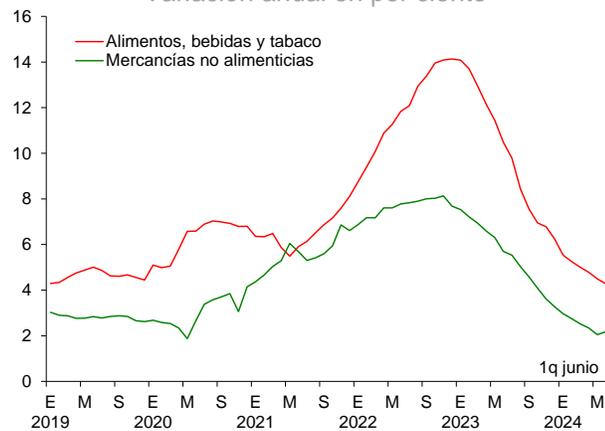
La inflación subyacente anual se redujo de 4.37 a 4.17% entre abril y la primera quincena de junio de 2024. En su interior, la inflación anual de las mercancías disminuyó de 3.67 a 3.33% (Gráfica 22), influida por el descenso de 4.79 a 4.28% en la inflación anual de las alimenticias y de 2.34 a 2.18% en la de las no alimenticias, en la misma comparación (Gráfica 23). A su vez, entre los periodos señalados la inflación anual de los servicios se mantuvo relativamente estable, registrando 5.21 y 5.19%, respectivamente. De esta forma, la inflación de los servicios siguió en niveles elevados y continuó sin exhibir una clara tendencia descendente, afectada por presiones relacionadas con costos de operación, su traspaso a los precios al consumidor y la recuperación en su demanda.

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



Fuente: INEGI.

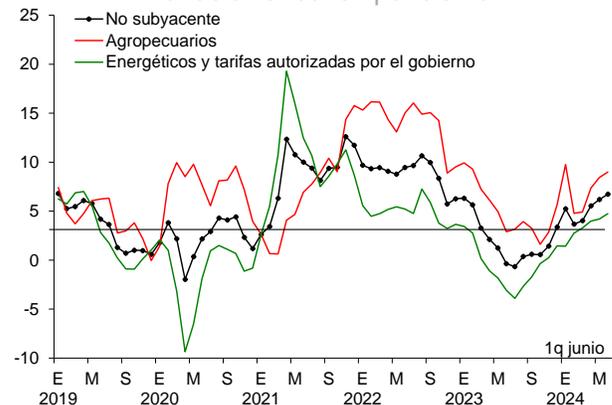
Gráfica 23
Subíndice subyacente de las mercancías
Variación anual en por ciento



Fuente: INEGI.

Entre abril y la primera quincena de junio de 2024, la inflación no subyacente anual aumentó de 5.54 a 6.73%, impulsada por las mayores variaciones anuales de los precios de los productos agropecuarios y de los energéticos (Gráfica 24 y Cuadro 1). En dicho lapso, la inflación anual de los productos agropecuarios se incrementó de 7.35 a 8.99%, influida por el aumento de -1.13 a 2.46% en la variación anual de los productos pecuarios. La inflación anual de las frutas y verduras continuó en niveles altos de 18.57 y 17.28%, entre los periodos referidos. A su vez, la inflación anual de los energéticos se elevó de 4.38 a 5.52% reflejo, en mayor medida, del aumento de 4.86 a 5.34% en la variación anual del precio de la gasolina.

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 abril y mayo de 2024 la mediana correspondiente a la inflación general al cierre de 2024 aumentó de 4.20 a 4.27%. En su interior, la del componente subyacente disminuyó ligeramente de 4.10 a 4.07%. Las expectativas de inflación general y subyacente al cierre de 2025 permanecieron relativamente estables. Así, la mediana para el índice general se mantuvo en 3.71% y la del componente subyacente pasó de 3.72 a 3.70%. A su vez, la mediana de las expectativas de la inflación general para los siguientes cuatro años se ajustó de 3.68 a 3.70% y la correspondiente al componente subyacente se redujo de 3.63 a 3.60%. Las medianas de las expectativas de inflación general y subyacente para el largo plazo (5 a 8 años) permanecieron estables, ubicándose alrededor de 3.50%. Finalmente, la compensación por inflación y riesgo inflacionario

aumentó desde la última decisión de política monetaria. En su interior, tanto las expectativas de inflación implícitas en instrumentos de mercado, como la prima por riesgo inflacionario registraron incrementos.

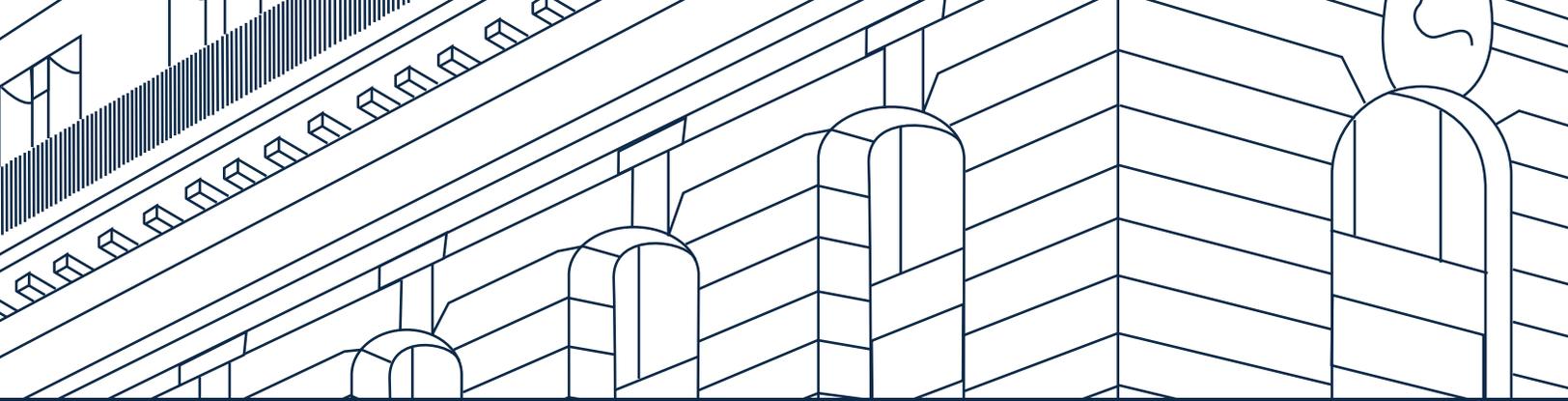
Se anticipa que el proceso desinflacionario continúe. Si bien la depreciación de la moneda nacional influye al alza en el pronóstico de inflación, sus efectos se ven en parte contrarrestados por los correspondientes a la mayor debilidad de la actividad económica. Las previsiones de inflación general y subyacente se ajustan ligeramente en algunos

trimestres. Se sigue esperando que la inflación general converja a la meta en el cuarto trimestre de 2025. Estas previsiones están sujetas a riesgos. Al alza: i) persistencia de la inflación subyacente; ii) mayor depreciación cambiaria; iii) mayores presiones de costos; iv) afectaciones climáticas; y v) escalamiento de conflictos geopolíticos. A la baja: i) una actividad económica menor a la anticipada; ii) un menor traspaso de algunas presiones de costos; y iii) que el efecto de la depreciación cambiaria sobre la inflación sea menor al anticipado. 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	Abril 2024	Mayo 2024	1q junio 2024
INPC	4.65	4.69	4.78
Subyacente	4.37	4.21	4.17
Mercancías	3.67	3.38	3.33
Alimentos, bebidas y tabaco	4.79	4.49	4.28
Mercancías no alimenticias	2.34	2.05	2.18
Servicios	5.21	5.22	5.19
Vivienda	3.73	3.81	3.86
Educación (colegiaturas)	6.36	6.34	6.36
Otros servicios	6.19	6.14	6.05
No subyacente	5.54	6.19	6.73
Agropecuarios	7.35	8.44	8.99
Frutas y verduras	18.57	18.55	17.28
Pecuarios	-1.13	0.71	2.46
Energéticos y tarifas aut. por gobierno	3.98	4.20	4.74
Energéticos	4.38	4.81	5.52
Tarifas autorizadas por gobierno	3.08	2.88	3.07

Fuente: INEGI.



BANCO DE MÉXICO®

Documento publicado el 11 de julio de 2024

