



BANCO DE MÉXICO®

Minuta número 108

Reunión de la Junta de Gobierno del Banco de México, con motivo de la
decisión de política monetaria anunciada el 9 de mayo 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: 08 de mayo 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

La mayoría señaló que persiste heterogeneidad en el desempeño económico entre países. Uno agregó que, en general, la actividad económica mundial sigue resiliente. Algunos comentaron que la economía estadounidense continúa mostrando fortaleza. Con respecto a su mercado laboral, uno destacó que se mantiene apretado. No obstante, otro resaltó que cifras preliminares indican que la expansión de esa economía durante el primer trimestre de 2024 fue menor que la anticipada y que la observada hacia finales de 2023. Añadió que, aunque el consumo continúa creciendo a tasas robustas, impulsado en gran medida por los servicios, el de bienes registró una contracción debido a un menor gasto en bienes durables. Argumentó que esta dinámica diferenciada entre el consumo de bienes y el de servicios se observa en un contexto de un acceso al crédito más limitado ante elevadas tasas de interés, un menor exceso de ahorro y mayor cautela de los consumidores dada la evolución reciente del mercado laboral. Notó que la brecha de desempleo ha continuado cerrándose, lo que ha

estado acompañado de cierta moderación en el ritmo de crecimiento de los salarios nominales. Sostuvo que se han reforzado las señales de un enfriamiento en la demanda de trabajo. Detalló que las plazas vacantes mantienen una tendencia decreciente y que la nómina no agrícola ha mostrado crecimientos cercanos a su promedio histórico. Acerca de otros países, comentó que la zona del euro registró un mayor dinamismo con respecto a los dos trimestres previos, cuando había registrado tasas ligeramente negativas. Apuntó que la actividad en el Reino Unido ha estado impulsada principalmente por el sector de servicios y la producción industrial, después de haberse encontrado en recesión técnica en la segunda mitad de 2023. Mencionó que las economías emergentes han mostrado mayor dinamismo respecto al cierre de 2023. Externó que el crecimiento de China ha sido impulsado principalmente por el consumo.

Algunos recalcaron que para 2024 se espera una moderación en la actividad en diversas economías avanzadas. Uno subrayó que se prevé que el crecimiento de la zona del euro y del Reino Unido, sea relativamente bajo. No obstante, algunos resaltaron que las expectativas de crecimiento para Estados Unidos se han revisado al alza. Uno sostuvo que se anticipa un mayor dinamismo en las economías emergentes. Enfatizó que las perspectivas para la actividad económica global están sujetas a una elevada incertidumbre. Advirtió que entre los riesgos globales destacan el agravamiento de las tensiones geopolíticas; una mayor desaceleración de la economía china; un mayor impacto del proceso de reconfiguración de las cadenas de valor; y los riesgos de los altos déficits fiscales, sobre todo para las economías emergentes, en un entorno de condiciones financieras apretadas.

La mayoría señaló que la inflación general ha venido disminuyendo en la mayoría de las economías. Sin embargo externó que se mantiene por encima de las metas de los respectivos bancos centrales. Además, uno precisó que el ritmo de reducción ha sido más moderado que aquel observado durante 2023. Otro apuntó que en algunos casos la inflación general incluso subió en sus últimas lecturas. La mayoría coincidió en que el comportamiento de la inflación general se debe en parte a que aumentaron las presiones sobre los precios de los energéticos. Uno resaltó que la inflación subyacente continuó disminuyendo, si bien algunos notaron que ha sido a un ritmo más moderado. Uno puntualizó que para Estados Unidos los datos recientes de inflación han

resultado mayores a lo anticipado. Agregó que en la mayoría de las economías emergentes las lecturas más recientes reflejan persistencia de la inflación en niveles elevados. **Otro** consideró que, si bien la desinflación ha progresado alrededor del mundo, este proceso no ha concluido y que se continúan enfrentando retos.

La mayoría mencionó la resistencia a disminuir de la inflación de servicios. Uno recalcó que la persistencia en la inflación de este rubro es un fenómeno global y que, en su mayoría, no corresponde a la fase del ciclo económico por la que transitan los países y regiones. **La mayoría enfatizó esta persistencia para el caso de Estados Unidos. Uno** notó que en el primer trimestre de 2024 las variaciones mensuales de los precios de los servicios han sido, en promedio, mayores a las observadas en el segundo semestre de 2023. **Algunos** comentaron que dentro de los componentes de los servicios el de la vivienda ha sido más persistente que otros. **Uno** añadió que ello se observa principalmente en aquellos relacionados a rentas de vivienda, en el que los precios de mercado tienden a ajustarse de manera más gradual, y también especificó el componente de servicios financieros, donde destaca el rubro de seguros de autos.

Algunos resaltaron que se anticipa que la inflación alrededor del mundo continúe descendiendo. Sin embargo, **algunos** comentaron que las proyecciones para la inflación en algunas economías se revisaron al alza. **Uno** destacó que la mayoría de los bancos centrales mantiene su expectativa de que la inflación regrese a su meta hacia finales de 2025 y, en algunos casos, como el de la Reserva Federal, hacia principios de 2026. **Otro** sostuvo que en la mayoría de las economías emergentes se conserva la perspectiva de convergencia hacia finales de este año y principios del siguiente.

La mayoría mencionó que la mayor parte de los bancos centrales de economías avanzadas dejaron sin cambio sus tasas de referencia en su última reunión. Uno comentó que han preservado una retórica de cautela. **La mayoría notó que la Reserva Federal mantuvo constante el rango para la tasa de fondos federales en un contexto de niveles de inflación superiores a los previstos y resiliencia de la actividad. Uno** detalló que conservó su tasa sin cambio por sexta ocasión consecutiva y que anunció una disminución en el ritmo de reducción de su hoja de balance a partir de junio. Añadió que el comunicado señaló que

los riesgos para alcanzar sus objetivos de empleo e inflación se han movido hacia un mejor balance. **La mayoría subrayó que su presidente comentó que el progreso en la desinflación no ha sido suficiente y que necesitan observar un mayor avance para reducir la tasa de referencia. Uno** precisó que dicho funcionario recalcó que el comité considera que la política monetaria es lo suficientemente restrictiva y que hay evidencia de que está incidiendo sobre la demanda agregada. Por otra parte, en cuanto al Banco Central Europeo, indicó que dejó su tasa sin cambio por quinta ocasión consecutiva y que comunicó que si aumenta la confianza de que la inflación se encuentra en una trayectoria hacia la meta sería apropiado un recorte. **Otro** añadió que la mayoría de los bancos centrales de Sudamérica y algunos de Europa del Este continuaron con su ciclo de normalización.

Respecto de las expectativas sobre el comportamiento futuro de las tasas de referencia, **algunos** notaron la disminución en el número de recortes esperados para la tasa de fondos federales en este año. **Uno** apuntó que el mercado pasó de anticipar seis recortes a principios de año, a prever entre uno y dos. **Otro** señaló que se ha postergado la fecha en que se prevé que ocurra el primer ajuste a la baja. **Uno** detalló que la expectativa es que la primera disminución de la tasa ocurra al final del tercer trimestre de 2024 y que se acumulen dos recortes de 25 puntos base hacia el cierre del año. Para el caso del Banco Central Europeo, **algunos** externaron que se anticipa que pudiera implementar el primer recorte durante el verano. **Uno** sostuvo que ello se ha visto favorecido por la disminución sostenida de la inflación en la zona del euro.

La mayoría señaló que, ante el cambio de perspectiva sobre política monetaria en Estados Unidos, las tasas de interés de los bonos gubernamentales aumentaron a nivel global. Sin embargo, algunos notaron que los aumentos en las tasas de dichos bonos se revirtieron parcialmente en días recientes ante la publicación de datos del mercado laboral estadounidense que sugirieron un menor dinamismo al previsto. **La mayoría resaltó que desde la última decisión los mercados financieros internacionales exhibieron volatilidad. Uno** argumentó que ello fue resultado, en parte, del aumento en el nivel esperado para la tasa de referencia de la Reserva Federal, dado el carácter sistémico de la economía de Estados Unidos. **Algunos** añadieron que dicha volatilidad se exacerbó ante

el escalamiento de las tensiones geopolíticas. **En este sentido la mayoría destacó que durante el periodo desde la decisión anterior el comportamiento de los mercados también fue afectado por un aumento en la aversión al riesgo. Mencionó que, en este episodio, el dólar mostró una apreciación frente a un gran número de divisas. Uno** consideró que a lo anterior contribuyeron el aumento de las tasas de interés de los bonos gubernamentales estadounidenses, la resiliencia de la actividad económica en ese país y el rol que juegan los instrumentos financieros emitidos en Estados Unidos como activos de refugio durante episodios de aversión al riesgo. **Algunos** subrayaron que, desde la última decisión, disminuyeron diversos índices accionarios. No obstante, **uno** apuntó que los mercados accionarios mostraron un comportamiento heterogéneo.

Actividad Económica en México

La mayoría señaló que el dato oportuno del PIB para el primer trimestre del año mostró que la debilidad de la actividad económica registrada en el último trimestre de 2023 se prolongó al primero de 2024. Uno detalló que la estimación oportuna registró un bajo crecimiento trimestral de 0.2%, aunque mayor al del trimestre anterior. **Algunos** apuntaron que estas cifras fueron menores a lo anticipado. **Uno** destacó que la heterogeneidad en los indicadores y el entorno de incertidumbre no han permitido evaluar adecuadamente el desempeño de la actividad económica durante el primer trimestre de este año. **Otro** manifestó que, desde septiembre del año pasado, la economía parece haber entrado en una senda de crecimiento más lenta que la que se venía observando.

En cuanto al comportamiento de los sectores productivos, **algunos** notaron que las actividades secundarias se contrajeron en el trimestre. **Algunos** mencionaron que, sin embargo, se espera una reactivación para marzo. **Uno** advirtió que su desempeño hacia delante luce incierto. Apuntó que, en su interior, las manufacturas exhibieron atonía, lo cual parece estar en sintonía con el estancamiento de las manufacturas en Estados Unidos. **Otro** precisó que, si bien algunos componentes, como la producción de equipo de transporte, han repuntado en el margen, no se han revertido las tendencias. **Uno** subrayó que la construcción registró niveles elevados debido al desempeño de las obras públicas de ingeniería civil. No obstante, manifestó que dicho sector no muestra una tendencia definida desde mediados del año pasado. Resaltó que la construcción

privada ha perdido ímpetu en las lecturas más recientes. **Algunos** señalaron que luego de la debilidad de principios de año los servicios mostraron cierta reactivación en febrero y marzo. **Algunos** comentaron que en su interior estos siguieron exhibiendo heterogeneidad. **Uno** destacó que en algunos subsectores como información en medios masivos, transporte y salud se observó una tendencia al alza. Opinó que en el resto de los subsectores hubo una mayor debilidad, en particular en alojamiento y preparación de alimentos, que aún no recuperan su nivel previo a la pandemia. **Algunos** externaron que el comportamiento de la actividad a principios del año también estuvo influido por una disminución en las actividades primarias. No obstante, **uno** consideró que estas parecen haberse recuperado después de la fuerte caída en enero.

Respecto de la demanda interna, **algunos** sostuvieron que la inversión registró un bajo dinamismo. **Uno** notó que ha mostrado este comportamiento desde hace algunos meses, si bien se mantiene en niveles elevados. Al respecto, **otro** detalló que la inversión fija bruta en febrero creció 10.7% a tasa anual, impulsada por la construcción y la maquinaria y equipo. **Algunos** observaron que el consumo privado ha mantenido una tendencia positiva. **Uno** en particular mencionó el crecimiento elevado del consumo de bienes importados. Sin embargo, **algunos** apuntaron que el consumo privado presentó cierta moderación. **Uno** destacó que los indicadores adelantados ofrecen señales mixtas sobre su desempeño, con el gasto en tarjetas de crédito creciendo a un ritmo elevado, mientras las ventas de vehículos ligeros o las cifras de la asociación nacional de tiendas de autoservicio y departamentales (ANTAD) exhibiendo una pérdida de dinamismo. **Otro** argumentó que los indicadores prospectivos del consumo de servicios sugieren que este podría expandirse a un menor ritmo.

Sobre la demanda externa, la mayoría señaló que las exportaciones manufactureras se mantuvieron en niveles elevados, si bien continuaron mostrando un bajo dinamismo. Algunos subrayaron que el valor de las exportaciones no automotrices, luego de estar estancadas durante varios meses, exhibieron una mejoría en marzo. **Uno** indicó que se prevé que la demanda externa continúe con atonía ante la debilidad que prevalece en el sector manufacturero de Estados Unidos, lo cual podría prolongar el bajo dinamismo de la producción manufacturera nacional.

La mayoría señaló que para el segundo y tercer trimestre del año se espera una reactivación en la actividad económica. Uno comentó que el impulso que suele tener la economía en años electorales parece estar materializando con cierto rezago, por lo que es factible que los efectos de derrama que conlleva el incremento del gasto público en estos episodios se observen en los próximos meses. **Otro** añadió que la reactivación de la actividad productiva observada en febrero y marzo apuntan a que en el segundo trimestre del año se podría observar un mayor dinamismo apoyado en la expansión del consumo privado y la inversión. Externó que para el tercer y cuarto trimestre del año el crecimiento se moderaría conforme algunos de los elementos que darían mayor impulso a la actividad en el segundo trimestre se irían disipando. **Uno** opinó que existe el riesgo de que el impulso del gasto público de este año y del siguiente sea mayor al previsto. Agregó que, ante un fuerte repunte esperado de la producción industrial estadounidense, es previsible que una mayor demanda externa estimule la actividad en nuestro país.

La mayoría mencionó que la brecha del producto se mantuvo en terreno positivo en el cuarto trimestre de 2023, si bien disminuyó. **Uno** puntualizó que se ha reducido por dos trimestres consecutivos. **Algunos** consideraron que sigue sin ser estadísticamente distinta de cero. **Uno** indicó que se anticipa que vaya acercándose a cero a lo largo del horizonte de pronóstico. **Otro** comentó que el indicador de holgura proveniente de componentes principales también fue menos positivo. Notó que mientras que el del mercado laboral sigue en niveles elevados, el correspondiente al consumo se encuentra cercano a cero. Afirmó que, ante las señales mixtas en las cifras de actividad, se debe continuar poniendo atención a las condiciones cíclicas de la economía por su relevancia para la dinámica inflacionaria.

La mayoría destacó que el mercado laboral continuó presentando fortaleza. Resaltó que las tasas de desocupación permanecen en niveles históricamente bajos. **Uno** subrayó que, aun corrigiendo por la población disponible, la tasa de desocupación está considerablemente por debajo de la tasa de desocupación que no acelera la inflación (NAIRU, por sus siglas en inglés). **Otro** notó que los niveles de participación son similares a los observados previo a la pandemia. **Uno** agregó el aumento en la creación de puestos de trabajo afiliados al IMSS. No obstante, **otro** externó que este año la creación

de empleos formales ha avanzado a tasas menores a las observadas en 2022 y 2023. **La mayoría coincidió en que los incrementos salariales se mantuvieron elevados.** **Uno** detalló que, con cifras a marzo, el aumento anual al salario diario asociado con trabajadores asegurados en el IMSS se ubicó alrededor de 10%, mientras que las revisiones de salarios contractuales para empresas privadas se ubicaron en 9.4% y para las públicas en 4.2%. **Otro** sostuvo que los aumentos en el salario real son de una magnitud que no se había visto desde hace muchos años. Añadió que, como consecuencia del bajo desempleo y de los aumentos salariales, la masa salarial continúa avanzando a ritmos muy superiores a los registrados antes de la pandemia. No obstante, **algunos** apuntaron que los incrementos salariales del empleo formal parecen estar moderando en el margen. **Uno** comentó que ello se observa en particular en los cuartiles superiores de la distribución de salarios.

Inflación en México

La mayoría señaló que la inflación general anual aumentó de 4.40% a 4.65% entre febrero y abril. **Uno** resaltó que a pesar de las fluctuaciones que ha registrado en 2024, la inflación general se ha mantenido visiblemente por debajo del máximo de 8.70% alcanzado en agosto de 2022. **Otro** notó que desde octubre pasado se interrumpió la trayectoria a la baja que la inflación general había venido exhibiendo desde septiembre de 2022. Opinó que, con ello, el avance en el proceso desinflacionario observado en ese período adquiere una menor relevancia.

La mayoría subrayó que los incrementos recientes de la inflación general han obedecido al aumento del componente no subyacente. **Uno** externó que, sin minimizar el aumento de la inflación general, sobre la cual está establecida la meta de inflación, es importante reconocer que su ajuste al alza se debe al componente no subyacente. Argumentó que este último se encuentra sujeto a choques que pueden propiciar movimientos abruptos y repentinos en varios de sus rubros, tanto al alza como a la baja, por lo que su comportamiento no marca la dirección hacia dónde podría moverse la inflación general en el mediano plazo. **Otro** recordó que el componente no subyacente suele verse afectado por choques de oferta, cuyo efecto tiende a disiparse relativamente rápido. Detalló que la desinflación, como se había anticipado, está siendo no lineal y heterogénea. **Uno** explicó que se están enfrentando ajustes de precios relativos

y no un incremento generalizado en el nivel de precios. Apuntó que los diez genéricos de mayor variación en la primera quincena de abril, pertenecientes al subcomponente de frutas y verduras, contribuyeron con cerca de 60 puntos base a la inflación general. Finalmente, **otro** aseveró que del incremento reciente de la inflación general no debe interpretarse que la desinflación se haya detenido.

La mayoría observó que en el margen la inflación subyacente ha seguido disminuyendo, al pasar de 4.64 a 4.37% entre febrero y abril. Algunos resaltaron que con ello este componente ha presentado una disminución por 15 meses consecutivos. Enfatizaron que la inflación subyacente refleja mejor la tendencia de mediano plazo de la inflación. Consideraron que su trayectoria a la baja da cuenta del avance en la desinflación. **Uno** argumentó que es mediante el análisis de este componente que es posible evaluar el proceso de desvanecimiento de los efectos de los choques derivados de la pandemia y el conflicto bélico sobre la inflación. **Otro** recalcó que la contribución de la inflación subyacente a la desinflación ha sido notoria, ya que explica 276 puntos base de los 405 de disminución que la inflación general ha registrado desde su máximo de este episodio inflacionario. **Uno** destacó que ha alcanzado niveles incluso menores a los observados en junio de 2021, cuando comenzó el ciclo de apretamiento. **Otro** agregó que en las últimas cuatro quincenas sus variaciones han sido menores a una desviación estándar de su comportamiento promedio entre 2005 y 2019. No obstante, **algunos** notaron que el ritmo de descenso de la inflación subyacente se ha ralentizado. **Uno** señaló que el origen atípico de los choques dio lugar a una dinámica en sus componentes muy distinta a la observada en otros episodios.

En el análisis de los componentes de la inflación subyacente, la mayoría subrayó la disminución que ha exhibido la inflación de las mercancías. **Uno** resaltó que ha acumulado diecisiete meses consecutivos a la baja. Consideró que a dicha reducción han contribuido tanto la postura monetaria del Instituto Central como la mitigación de los choques. Apuntó que tanto la inflación de mercancías alimenticias como la de las no alimenticias han descendido de manera notoria, y que la segunda incluso se sitúa por debajo del 3%. **Otro** opinó que, sin embargo, la inflación de las mercancías alimenticias continúa en niveles elevados. **Uno** recordó que la inflación de mercancías alimenticias se encontraba en niveles de dos dígitos a inicios de

2023 y que mostraba una alta resistencia a disminuir. Señaló que, desde entonces, ha registrado una caída importante y que actualmente se ubica prácticamente en su promedio histórico. Preciso que la inflación de mercancías no alimenticias se encuentra ya por debajo de su respectivo promedio histórico. Al respecto, indicó que la persistencia de las mercancías alimenticias y no alimenticias se incrementó de manera importante, y en la fase de desinflación, se ha ido reduciendo, acercándose a su norma histórica.

La mayoría destacó que la inflación de servicios ha persistido en niveles elevados sin presentar un punto de inflexión a la baja. **Algunos** externaron preocupación ante este comportamiento. **Uno** notó que, si bien los datos apuntan hacia una moderación en el margen, su trayectoria ha estado por encima de lo previsto. **Algunos** mencionaron que ha permanecido por encima del 5% a pesar del apretamiento monetario. **Algunos** argumentaron que los choques atípicos de la pandemia y del conflicto bélico siguen incidiendo sobre la inflación, en mayor medida sobre los precios de los servicios. **Uno** sostuvo que después de la pandemia, la mayor movilidad de la población y la recuperación de la demanda por servicios han permitido el traspaso de costos a los precios, el cual ha tardado en materializarse más tiempo del anticipado. Al respecto **otro** detalló que los choques que enfrentamos afectaron de manera generalizada tanto a los servicios como a las mercancías, pero se han reflejado de manera rezagada sobre los servicios. Mencionó que conforme se han ido normalizando los patrones de consumo, la persistencia de los servicios, que típicamente es el más persistente dentro de la inflación subyacente, ha ido aumentando hacia sus niveles habituales, después de haber descendido ante la debilidad de la demanda que enfrentaron, particularmente en el caso de servicios de vivienda. Agregó que el subíndice de otros servicios muestra una persistencia mayor a la histórica, y que a diferencia de lo observado en los otros subíndices esta aún no muestra una clara reversión hacia sus niveles típicos. Comentó que así como se ha observado una normalización de la persistencia de mercancías, anticipa que la correspondiente al subíndice de otros servicios también se modere, ante el estrechamiento de la relación entre estos dos componentes. **Uno** aseveró que los precios de los servicios de vivienda, los cuales constituyen el genérico con más peso en el INPC, han mostrado variaciones desestacionalizadas y anualizadas atípicamente altas, y la presencia de nuevos choques ha más

que compensado los efectos base favorables, por lo que la inflación acumulada sigue por encima de su promedio previo a la pandemia. Externó que los precios de otros servicios como los seguros de automóviles, de cuidado personal o de alimentación muestran presiones que podrían atribuirse a un traspaso de costos. **Otro** opinó que las presiones de demanda, la política salarial vigente y la continua caída en la productividad laboral han contribuido a que la inflación de servicios se resista a disminuir.

Sobre el incremento en la inflación no subyacente, la mayoría señaló que esta alcanzó 5.54% en abril. Algunos indicaron que esta lectura es cercana a su promedio histórico. **Uno** precisó que este componente se ha incrementado desde el año pasado después de haber registrado cifras históricamente bajas. **Otro** notó que las variaciones observadas en los precios de la no subyacente han alcanzado más de tres desviaciones estándar de su comportamiento promedio entre 2005 y 2019. **La mayoría destacó las presiones al alza en los precios de los productos agropecuarios y en los de los energéticos. Algunos** comentaron que los precios de las frutas y verduras se han visto afectados por factores climáticos.

La mayoría mencionó que las expectativas de inflación de largo plazo permanecieron estables. Asimismo, **algunos** señalaron que las de mediano plazo también se han mantenido estables. **Algunos** especificaron que continuaron en niveles por encima de la meta. **Uno** subrayó que un reto importante es que dichas expectativas muestran resistencia a disminuir. Respecto de las de corto plazo, **otro** calificó su evolución como relativamente estable. **Algunos** detallaron que las correspondientes a los cierres de 2024 y de 2025 se incrementaron en el margen. **Uno** resaltó que se ubican por encima de los pronósticos del Instituto Central. Respecto de las expectativas extraídas de instrumentos de mercado, **otro** apuntó que la compensación por inflación y riesgo inflacionario de corto plazo permaneció por debajo de la cota superior del intervalo de variabilidad, mientras que para plazos mayores permaneció alrededor de 450 puntos base por encima de su promedio histórico. Argumentó que lo anterior sugiere cierta resistencia a disminuir tanto de la expectativa de inflación implícita como de la prima por riesgo inflacionario. **Uno** notó que las expectativas extraídas de instrumentos de mercado correspondientes al promedio de 1 a 5 años aumentaron ligeramente y las de 6 a 10 años se mantuvieron en 3.3%.

Todos enfatizaron que, ante la perspectiva de que los efectos de los choques inflacionarios tarden más tiempo en disiparse, los pronósticos de inflación general y subyacente se ajustaron al alza. La mayoría especificó que se prevé que la inflación de servicios presente un comportamiento más persistente respecto de lo anticipado previamente. Uno detalló que se espera que esta exhiba una trayectoria descendente a partir del cuarto trimestre de 2024. **Algunos** indicaron que la revisión de los pronósticos refleja la materialización de algunos riesgos. **Uno** reconoció que la previsión del desenvolvimiento de las afectaciones de los choques atípicos de la pandemia y del conflicto bélico sobre los precios de los servicios ha sido compleja. Comentó que no se dispone de información cuantitativa sobre episodios similares en el pasado que en este periodo pudieran haberse utilizado como referencia para evaluar la magnitud y duración de tales afectaciones. **Otro** agregó que la dificultad para predecir la velocidad con la que la persistencia de los servicios irá regresando a su norma histórica, es lo que ha hecho más complicado pronosticar su evolución. Consideró que, por ello, los últimos ajustes al pronóstico de inflación obedecen principalmente a cambios al alza en las previsiones para este componente. **Algunos** apuntaron que el ajuste en los pronósticos de la inflación general también refleja un aumento en las variaciones de los precios de los energéticos, así como en las de los agropecuarios. **Todos mencionaron que ahora se espera que la inflación general converja a la meta en el cuarto trimestre de 2025. Algunos** especificaron que lo anterior significa que el proceso de desinflación continuará, pero a un ritmo más paulatino. **Uno** destacó que se siguen previendo reducciones de la inflación subyacente.

La mayoría consideró que el balance de riesgos para la trayectoria prevista de la inflación en el horizonte de pronóstico permanece sesgado al alza. No obstante, **uno** estimó que, ante la revisión de los pronósticos, el balance de riesgos toma un cariz menos adverso. Opinó que los elementos del entorno externo de este balance se han mantenido sin cambios relevantes respecto de lo observado en decisiones previas. Indicó que en el ámbito interno ha ganado relevancia la expectativa de un crecimiento económico menor al previamente anticipado, lo cual tiene implicaciones para las condiciones de holgura. Agregó que, debido a la importante reducción de la inflación desde sus máximos en este episodio, un riesgo que claramente se ha mitigado es que la inflación se hubiera asentado en aquellos niveles elevados.

Otro alertó que el balance de riesgos se ha deteriorado ante presiones internas, provenientes del dinamismo de la economía, un mercado laboral apretado, aumentos salariales significativos y la incertidumbre sobre los efectos de la política fiscal expansiva. Consideró que el entorno inflacionario es mucho más complejo que el enfrentado a inicios del año pasado

Entre los riesgos al alza, la mayoría mencionó la persistencia de la inflación subyacente, en particular del componente de servicios. Uno resaltó el riesgo de una resiliencia de la actividad económica mayor a la esperada. **Algunos** añadieron la incertidumbre sobre el posible efecto de la política fiscal. **Algunos** agregaron la posibilidad de mayores presiones de costos de diversa índole. En particular **uno** apuntó los posibles efectos del apretamiento del mercado laboral y los aumentos salariales. **Otro** destacó el riesgo de una depreciación cambiaria.

Algunos agregaron como riesgos al alza para la inflación la posibilidad de que la inflación no subyacente tienda a situarse en su promedio de largo plazo. **Uno** sostuvo que los choques asociados con afectaciones climáticas han sido cada vez más severos y frecuentes y que podrían presionar significativamente a dicho componente. Notó que los pronósticos estiman que en 2025 la inflación no subyacente regrese a 3%, nivel por debajo de su promedio histórico, por lo que en el futuro podrían reajustarse los pronósticos al alza. **Otro** indicó que las variaciones en los precios relativos de ciertos productos agropecuarios son más susceptibles de incidir sobre las expectativas de inflación de los consumidores y que la política monetaria debe evitar estos efectos de segundo orden.

Respecto de los riesgos a la baja, **uno** apuntó la posibilidad de una desaceleración de la economía. **Otro** enfatizó la posibilidad de que los niveles más bajos del tipo de cambio en relación con los observados en los primeros meses del año pasado contribuyan más de lo anticipado a mitigar ciertas presiones sobre la inflación.

Entorno Macrofinanciero

La mayoría mencionó que los mercados financieros nacionales, al igual que los mercados internacionales, registraron episodios de volatilidad. Comentó que el mercado cambiario exhibió volatilidad y que el peso mexicano experimentó una depreciación. Algunos notaron un deterioro temporal en las condiciones de operación. **Uno** añadió que estas

han ido mejorando paulatinamente. **Algunos** señalaron que parte de la volatilidad respondió a la liquidación de posiciones largas. **Uno** agregó que también se debió al cierre de estrategias de acarreo y otros factores técnicos. **Algunos** destacaron la alta sensibilidad de la moneda nacional al ambiente global de aversión al riesgo. **Uno** aseveró que esto la llevó incluso a estar entre las divisas con mayor depreciación en algunas sesiones. **Algunos** notaron que la información prospectiva anticipa posibles ajustes cambiarios de depreciación en los próximos meses. **Uno** resaltó que, a pesar de todo lo anterior, la cotización de la moneda nacional ha permanecido en niveles menores a los observados durante 2023. Recordó que en los primeros meses del año el peso había mostrado una visible apreciación, ubicándose a finales de marzo y principios de abril en niveles no observados desde 2015.

Algunos expresaron que el peso mexicano continúa destacándose entre las divisas de economías emergentes que han mostrado un comportamiento más resiliente. **Uno** afirmó que ello ha contribuido a la restricción de las condiciones monetarias. **Otro** detalló que a la resiliencia del peso han coadyuvado las acciones de política monetaria del Instituto Central, las cuales han contribuido a mantener un diferencial de tasas de interés entre México y Estados Unidos ajustado por volatilidad que continúa siendo atractivo. Añadió que también han influido en la evolución del tipo de cambio otros factores, como las perspectivas favorables asociadas con el fenómeno de la relocalización y los sólidos fundamentos macroeconómicos del país. **Uno** comentó que la liquidación de posiciones largas del peso, los sólidos fundamentos macroeconómicos y el elevado diferencial de tasas ajustado por volatilidad, pueden contribuir a disminuir la posibilidad de un ajuste súbito en el tipo de cambio.

Respecto de la reunión anterior, la mayoría notó que las tasas de interés de valores gubernamentales registraron incrementos a lo largo de toda la curva. Uno comentó que esto se debió a la elevada correlación con los mercados estadounidenses y a la mayor aversión al riesgo. **Otro** sostuvo que las tasas exhibieron una mayor volatilidad después de la reunión de marzo. Agregó que, sin embargo, en mayo registraron cierto ajuste a la baja, en línea con lo observado en los mercados internacionales. **Uno** puntualizó que la dinámica de las tasas de interés de corto plazo también respondió al cambio en las expectativas sobre la política monetaria en México. Especificó que el mercado y los analistas

no anticipan un cambio en la tasa de referencia para mayo, mientras que para finales de año esperan que la tasa se sitúe en 10.2 y 10.0%, respectivamente. **Otro** argumentó que las tasas de interés de corto plazo en los mercados locales también han estado presionadas por el costo creciente que ha enfrentado Pemex para emitir deuda. Respecto de los flujos de capital, **uno** apuntó que se observaron flujos de salida de inversionistas extranjeros en Bonos M, que fueron parcialmente compensados por flujos de entrada en Udibonos. **Otro** señaló que el mercado accionario presentó un desempeño positivo.

Algunos resaltaron que el financiamiento total continuó expandiéndose. **La mayoría señaló que el crédito de la banca comercial mantuvo dinamismo.** **Uno** detalló que el financiamiento comercial a las empresas, a la vivienda y al consumo creció durante el primer trimestre de 2024. No obstante, **algunos** observaron que el otorgado a empresas y al consumo ha continuado moderándose. **Uno** agregó que, de acuerdo con la encuesta a bancos, las condiciones de otorgamiento se mantuvieron estrechas. **Otro** comentó que, en cuanto al riesgo de crédito, los niveles de morosidad se mantienen en niveles bajos y estables.

Política Monetaria

La Junta de Gobierno evaluó la mitigación de los efectos de los choques sobre la inflación y sus determinantes, el comportamiento de las expectativas de mediano y largo plazos y el proceso desinflacionario. Opinó que persisten retos y riesgos que ameritan continuar con un manejo prudente de la política monetaria. Tomó en cuenta la expectativa de que los efectos de los choques incidan sobre la inflación por más tiempo que lo anteriormente previsto. Al mismo tiempo, estimó que estos continuarán desvaneciéndose. Con base en lo anterior, la Junta de Gobierno, con la presencia de todos sus miembros, decidió por unanimidad mantener el objetivo para la Tasa de Interés Interbancaria a un día en 11.00%. Con esta decisión, la postura monetaria se mantiene restrictiva y continuará siendo conducente a la convergencia de la inflación a la meta de 3% en el horizonte de pronóstico.

La Junta de Gobierno vigilará estrechamente las presiones inflacionarias, así como todos los factores que inciden en la trayectoria prevista para la inflación y en sus expectativas. Hacia delante, valorará el panorama inflacionario para discutir ajustes

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

Un miembro señaló que durante este episodio inflacionario se ha transitado por diferentes etapas, con implicaciones distintas para la conducción de la política monetaria en cada una de ellas. Enfatizó cómo, ante su compromiso con su mandato prioritario, el Banco de México incrementó la tasa de referencia en 725 puntos base a un nivel de 11.25%. Recordó que cuando se aumentó por última vez la tasa de referencia en marzo de 2023, la inflación general se ubicaba en 6.85% y el componente subyacente en 8.09%. Comentó que en ese momento era claro que antes de pensar en recortes en la tasa debía observarse que la desinflación, que ya había iniciado, avanzara significativamente. Argumentó que, en cambio, en 2024 las inflaciones general y subyacente se han mantenido en niveles visiblemente menores a los máximos de este episodio inflacionario y el proceso desinflacionario ha avanzado. Consideró que el entorno actual, aunque continúa complicado, es menos adverso que en 2022 y principios de 2023. Juzgó que, en consecuencia, actualmente ya se transita por una nueva etapa en la que es posible evaluar, reunión tras reunión, la posibilidad de recortes en la tasa de referencia, dependiendo del desenvolvimiento del panorama inflacionario. Explicó que es así que en la reunión anterior la tasa de referencia se redujo en 25 puntos base, ante el progreso en la desinflación. Sin embargo, consideró que las reducciones siguientes deberán ser graduales dada una mayor persistencia de la anticipada en la inflación de servicios y que ahora se prevé que los efectos de los choques inflacionarios se disipen más gradualmente de lo previsto anteriormente. Opinó que reconociendo esta perspectiva una pausa es apropiada en esta reunión. Indicó que el entorno inflacionario es tal que permite contemplar recortes en la tasa de política hacia delante y que las decisiones que se tomen dependerán del panorama inflacionario. Sostuvo que será necesario seguir evaluando el

comportamiento de todos los determinantes de la inflación. Subrayó que debe continuarse ponderando el avance innegable que ha registrado el proceso desinflacionario en el país con los retos que aún prevalecen. Resaltó que tendrá que considerarse que la postura monetaria restrictiva que se ha mantenido y la que siga imperando incidirán sobre la evolución de la inflación en el horizonte de planeación. Recalcó que las decisiones de política monetaria que se tomen seguirán siendo tales que la postura monetaria conduzca a que la inflación general anual converja a la meta de 3% en el plazo previsto.

Otro miembro expresó que es válido reconocer el camino recorrido en el proceso desinflacionario, gracias a una política monetaria sólida, oportuna y eficaz. No obstante, señaló que mirar al pasado no garantiza la convergencia de la inflación en el horizonte de planeación. Argumentó que el esquema de objetivos de inflación basado en pronósticos obliga a avistar el futuro y asegurar que las condiciones monetarias se mantengan en los niveles requeridos para lograr dicha convergencia. Advirtió que frente a los riesgos que se enfrentan y ante la ralentización del proceso desinflacionario, se debe mantener con firmeza la restricción monetaria alcanzada. En particular, refrendó su preocupación por los efectos que pueda tener sobre la trayectoria de la inflación un comportamiento de las finanzas públicas distinto al previsto o resultante de la situación de Pemex. Asimismo, reiteró los retos que se enfrentarán en 2025 en la sincronización de las políticas fiscal y monetaria, puesto que la expectativa del descenso de la inflación está sujeta al cumplimiento de la reducción de los requerimientos financieros del sector público (RFSP) en 2.9 puntos del PIB en un solo año que, de no materializarse, generaría que las presiones en la demanda agregada y en los mercados de deuda pudieran ser mayores a las previstas. Indicó que además el pronóstico de inflación se revisó al alza, como había advertido en la reunión anterior que podría suceder. Sostuvo que la disminución de la tasa en la decisión de marzo, la cual juzgó prematura, ha implicado un costo social, al tener que extender por más tiempo la restricción monetaria. Comentó que hacia delante se debe reforzar el compromiso con el objetivo prioritario y privilegiar un enfoque prospectivo y dependiente de los datos y no adelantar ajuste alguno. Al respecto, opinó que se debe buscar una comunicación con los mercados que privilegie los mensajes institucionales y evite generar volatilidad. Finalmente, argumentó que es importante que el Banco redoble esfuerzos en la

revisión exhaustiva de sus herramientas de pronóstico que permitan incorporar los cambios de los últimos años en la economía global y en la mexicana y que pudieron haber generado cambios estructurales, en adición a otros que se han tornado más relevantes para el entendimiento de la formación de precios como es el caso del cambio climático, y que han implicado menor precisión. Ello contribuirá a un cumplimiento más eficiente del objetivo de estabilidad de precios en beneficio de la población, especialmente de los más pobres.

Un miembro destacó que el actual proceso desinflacionario es complejo y no está exento de dificultades. Subrayó que a pesar de los avances en la inflación subyacente, la no subyacente ha registrado una reversión importante, al tiempo que las proyecciones del Banco Central ahora contemplan una mayor persistencia del subcomponente de servicios. Mencionó que el principal riesgo al alza señalado en el balance para la inflación se ha materializado y que, en consecuencia, la convergencia puntual a la meta se ha retrasado dos trimestres. Agregó que, aunque los datos más recientes indican que el ciclo económico ha perdido ímpetu, se prevé una reactivación significativa de la demanda durante el segundo trimestre del año. Consideró que la sincronización de una mayor persistencia esperada en la inflación junto con el dinamismo temporal de la actividad, sugieren que es oportuno realizar una pausa en los ajustes en la tasa de referencia para contar con más información sobre los determinantes de la inflación y el desempeño de los canales de la política monetaria. Comentó que, aunque la tasa real ex-ante disminuyó con la última decisión, el tipo de cambio real siguió apreciándose alcanzando niveles no vistos desde 2008, al tiempo que las tasas implícitas en instrumentos de mercado presentaron aumentos considerables. En este sentido, opinó que las condiciones monetarias permanecen notoriamente restrictivas. Enfatizó que la diferencia entre la tasa real ex-ante y la estimación central de la tasa neutral es aproximadamente tres veces la diferencia entre la inflación observada y su meta. Preciso que tal proporción no tiene precedente en México y que ha permitido que todos los canales de la política monetaria operen en la dirección correcta a lo largo del ciclo. No obstante, alertó que los efectos de dicha transmisión no son simétricos entre los componentes de la inflación, lo que ha derivado en rezagos diferenciados entre los ajustes de precios en mercancías y en servicios. Explicó que ello sugiere que la velocidad y escala de los ajustes que puedan

darse en la postura monetaria deberán seguir siendo graduales para garantizar la transmisión hacia los subcomponentes menos sensibles, sin generar desviaciones desordenadas en aquellos que son más reactivos a los distintos canales. Hacia delante, juzgó que, si la evolución de las condiciones macroeconómicas es consistente con los pronósticos actualizados de inflación, podría ser apropiado valorar el espacio para calibrar nuevamente el nivel de restricción. Sostuvo que el enfoque de dependencia de los datos con base en los pronósticos, decisión por decisión, es la mejor forma de garantizar una conducción de la política monetaria prudente y acorde con la complejidad del proceso desinflacionario, atendiendo cabalmente el mandato constitucional, y procurando el ajuste ordenado de la economía y de los mercados financieros.

Otro miembro expresó que, ante el estancamiento de la inflación, un balance de riesgos deteriorado y la expectativa de una inflación por encima de la meta por más tiempo, no se puede realizar algún ajuste fino adicional a la tasa objetivo, ni ahora ni en los siguientes meses, y debe mantenerse una postura restrictiva por un tiempo prolongado. Consideró que las modestas reducciones en la inflación subyacente y los riesgos de que la no subyacente se ubique en su media histórica demandan una postura restrictiva que evite efectos indirectos del componente no subyacente sobre el subyacente. Sostuvo que un ciclo de relajación monetaria luce lejano por lo que el ajuste fino de la decisión anterior se tiene que interpretar correctamente, considerando que los cambios a la tasa nominal buscan mantener la postura monetaria relativamente constante en un rango de restricción adecuado para la tasa real ex-ante entre 7 y 7.5%. Mencionó que la debilidad y baja eficacia de la mayoría de los mecanismos de transmisión en México favorece mantener el nivel de restricción por más tiempo por lo que los ajustes a la tasa objetivo debieran ser más espaciados y más graduales de lo que los analistas anticipan. Apuntó que el crecimiento vigoroso del crédito bancario refleja la debilidad del canal de crédito y que la alta liquidez del peso mexicano genera movimientos cambiarios ajenos a la política monetaria que limitan el alcance del canal del tipo de cambio. Sostuvo que el canal de expectativas es el que opera con mayor efectividad. Argumentó que el análisis de la brecha del producto, de la morosidad o de la desaceleración económica se tornan relevantes solo en la medida en que contribuya al entendimiento de cómo la política monetaria puede anclar las expectativas de inflación.

Externó que no deben tolerarse expectativas de inflación por encima de 3% en todos sus plazos por lo que deben descartarse metas intermedias centradas en llevar primero a dichas expectativas a sus promedios históricos. Por el contrario, opinó que debe aprovecharse la elevada restricción monetaria para converger de manera continua, contundente e irrestricta al 3%. Indicó que en las decisiones subsecuentes debe evaluarse con sumo cuidado las señales que se manden y sus efectos en las expectativas inflacionarias. En este sentido añadió que la dirección de los ajustes de la tasa objetivo son una señal aún más fuerte que el nivel de la tasa per se. Por ejemplo, enfatizó que en esta ocasión el reducir la tasa de 11 a 10.75% mandaría una señal prematura de complacencia con la trayectoria de inflación observada. Por el contrario, notó que mantener la tasa objetivo sin cambio señala que el Instituto Central no está satisfecho con los niveles de inflación, que se reconocen los riesgos inflacionarios y que se está comprometido con la meta de 3%. Por ello, agregó que nuestra comunicación debe asegurar que estamos decididos a cumplir con esta meta a toda costa. Sugirió que para las próximas decisiones no solo se debe mantener el nivel de restricción monetaria actual en tanto la inflación subyacente y, en especial la del subcomponente de servicios, no muestren una clara tendencia a la baja, sino hacer esta intención explícita en la guía prospectiva. Comentó que en la segunda mitad del año se tendría mayor claridad para realizar ajustes finos, incluso más graduales de lo anticipado y solo si las condiciones lo ameritan. Afirmó que las decisiones de política monetaria deberán seguir siendo independientes de lo que haga la Reserva Federal y que no se puede comparar nuestros diferenciales de tasas con los de otros países dado que las tasas objetivo responden a contextos y necesidades que no son completamente equiparables. Advirtió que, en caso de que la inflación y sus expectativas se mantengan persistentemente fuera del intervalo de variabilidad, deberá considerarse la posibilidad de evaluar el grado de restricción monetaria requerido para alcanzar la meta de 3%.

Un miembro consideró que, ante la revisión del pronóstico de inflación, resultado de una mayor persistencia del componente de servicios, es apropiado mantener la tasa de referencia sin cambio en esta ocasión. Opinó que ello permite reforzar una postura conducente a que las expectativas de inflación no se vean contaminadas. En este contexto, estimó relevante para el manejo de la política monetaria examinar

la dinámica en el interior de la inflación de servicios. Mencionó que el subíndice de otros servicios muestra mayor persistencia que su norma histórica. Añadió que, al estrecharse su relación con el componente de mercancías, este continúa reflejando de manera rezagada los múltiples choques que dieron lugar al episodio inflacionario atípico. Destacó que otros componentes de servicios que en un inicio habían mostrado menos persistencia, como la vivienda, han ido regresando a su comportamiento habitual. Agregó que la política monetaria se transmite de manera heterogénea a los distintos componentes de la inflación y tiene un efecto más rezagado sobre los servicios al ser este sector menos intensivo en capital y más en mano de obra. Señaló que estos elementos deben considerarse en la conducción de la política monetaria, ya que no representan nuevas presiones, sino que las perturbaciones registradas en los años previos continúan disipándose, aunque de forma más lenta. Argumentó que el fenómeno descrito requiere mantener una restricción monetaria adecuada ante un panorama de riesgos menos adverso que el enfrentado en 2023, por lo que no demanda mantener una postura en niveles históricamente restrictivos. Afirmó que un enfoque de gradualidad permitirá ajustar la restricción monetaria y que esta continúe transmitiéndose a los demás sectores donde su impacto ha sido menos notorio. Comentó que la postura monetaria debe considerar las tendencias del panorama inflacionario en su conjunto y no adoptar un enfoque extremadamente dependiente de los datos o concentrarse en una sola variable. Expresó que el progreso en el panorama inflacionario es innegable ante: las reducciones importantes de la inflación, el que se haya ido mitigando el riesgo de haberse asentado en niveles elevados y que, hacia delante, se mantiene la perspectiva de que continúe disminuyendo, si bien a una velocidad menor. Considerando todo lo anterior, sostuvo que será viable valorar un ajuste a la tasa en la próxima reunión si los objetivos intermedios, como lo es el pronóstico de inflación, se cumplen. Externó que la postura actual es altamente restrictiva y que, aún con ajustes adicionales, seguirá siendo robusta ante cambios en la postura relativa a la de otras economías. Enfatizó que el continuar con ajustes a la tasa no implica abandonar una postura restrictiva. Advirtió que esta seguirá siendo necesaria a lo largo del horizonte de pronóstico ante los retos que aún prevalecen.

3. DECISIÓN DE POLÍTICA MONETARIA

La Junta de Gobierno evaluó la mitigación de los efectos de los choques sobre la inflación y sus determinantes, el comportamiento de las expectativas de mediano y largo plazos y el proceso desinflacionario. Opinó que persisten retos y riesgos que ameritan continuar con un manejo prudente de la política monetaria. Tomó en cuenta la expectativa de que los efectos de los choques incidan sobre la inflación por más tiempo que lo anteriormente previsto. Al mismo tiempo, estimó que estos continuarán desvaneciéndose. Con base en lo anterior, la Junta de Gobierno, con la presencia de todos sus miembros, decidió por unanimidad mantener el objetivo para la Tasa de Interés Interbancaria a un día en 11.00%. Con esta decisión, la postura monetaria se mantiene restrictiva y continuará siendo conducente a la convergencia de la inflación a la meta de 3% en el horizonte de pronóstico.

La Junta de Gobierno vigilará estrechamente las presiones inflacionarias, así como todos los factores que inciden en la trayectoria prevista para la inflación y en sus expectativas. Hacia delante, valorará el panorama inflacionario para discutir ajustes en la tasa de referencia. 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

Victoria Rodríguez Ceja, Galia Borja Gómez, Irene Espinosa Cantellano, Jonathan Ernest Heath Constable y Omar Mejía Castelazo votaron a favor de mantener el objetivo para la Tasa de Interés Interbancaria a un día en 11.00%.

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

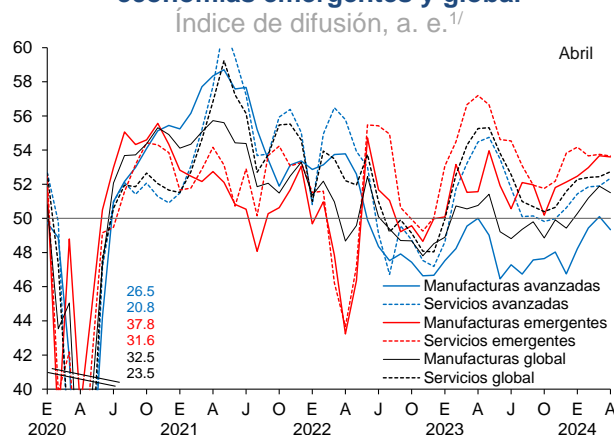
A.1.1. Actividad económica mundial

Durante el primer trimestre de 2024, la actividad económica mundial se habría expandido a un ritmo mayor al observado en el trimestre previo y habría persistido la heterogeneidad en el ritmo de crecimiento entre países. En general, se habría registrado un mayor dinamismo en las principales economías emergentes. En cambio, la mayoría de las economías avanzadas continuaría mostrando atonía, siendo la de Estados Unidos una excepción. Los índices de gerentes de compras apuntan a un modesto avance en la expansión del sector servicios y en la actividad manufacturera a nivel global a principios del segundo trimestre (Gráfica 1). Sin embargo, la producción manufacturera se habría mantenido débil en un amplio número de economías avanzadas. En febrero, los indicadores de comercio mundial siguieron reflejando el estancamiento que se ha observado desde el tercer trimestre de 2023. 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, en el primer trimestre de 2024 el ritmo de expansión de la actividad económica se moderó, luego del crecimiento robusto observado en los dos trimestres previos. El PIB creció a una tasa trimestral ajustada por estacionalidad de 0.4%, después de haber aumentado 1.2 y 0.8% en el tercer y cuarto trimestre de 2023, respectivamente.¹ La moderación reflejó las contribuciones negativas de las exportaciones netas y de la acumulación de inventarios. No obstante, los componentes de la demanda interna continuaron exhibiendo resiliencia, destacando el dinamismo del consumo privado (Gráfica 2).

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

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



a. e. / Cifras con ajuste estacional.

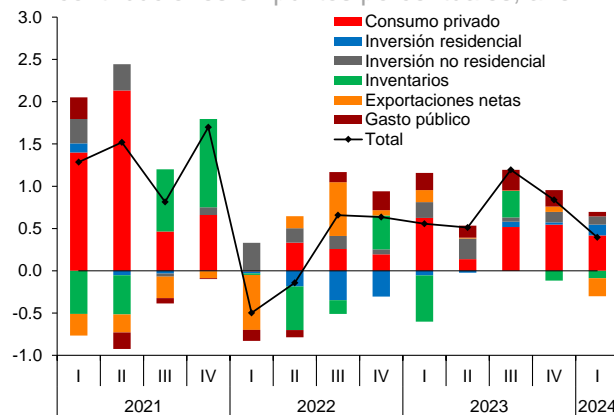
1/ El índice varía entre 0 y 100 puntos. Una lectura por encima de 50 puntos indica una expansión y por debajo de 50 indica una contracción. Una lectura igual a 50 puntos indica que no hubo cambios.

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.

Fuente: Bureau of Economic Analysis.

En marzo, la producción industrial en Estados Unidos aumentó 0.4% a tasa mensual ajustada por estacionalidad, mismo ritmo de expansión que el registrado en febrero. Ello respondió al avance de las manufacturas y de la generación de electricidad y gas. El crecimiento de 0.5% de la producción

¹ Expresado como tasa trimestral anualizada y ajustada por estacionalidad, la variación del PIB de Estados Unidos fue de 1.6% en el primer trimestre de 2024 y de 3.4 y 4.9% en el cuarto y tercer trimestre de 2023, respectivamente.

manufacturera estuvo impulsado, en parte, por un aumento en la producción de vehículos. Los índices de gerentes de compras apuntan a un ligero avance de la actividad manufacturera en abril.

El mercado laboral en Estados Unidos se mantuvo apretado, a pesar de la moderación que mostraron varios indicadores. Luego de haberse expandido en 303 mil nuevas plazas en marzo, la nómina no agrícola moderó su ritmo de crecimiento al aumentar en 175 mil en abril. Este último fue el incremento mensual más bajo desde octubre del año pasado. Las solicitudes iniciales del seguro de desempleo permanecieron en niveles bajos, ubicándose en 208 mil nuevas solicitudes en la semana que concluyó el 27 de abril. La tasa de desempleo aumentó de 3.8% en marzo a 3.9% en abril. El número de plazas vacantes disminuyó de 8.8 millones en febrero a 8.5 millones en marzo, aunque permanece por encima de los niveles previos a la pandemia. Además, la mayoría de los indicadores de crecimiento salarial exhibieron una moderación. En abril, las remuneraciones promedio por hora mostraron un crecimiento de 4.0% a tasa anual, tras aumentar 4.2% en marzo.²

En la zona del euro, la actividad económica registró un ligero crecimiento en el primer trimestre de 2024, luego de haber experimentado una contracción en los dos trimestres previos.³ Ello en un entorno de condiciones financieras aún apretadas. El mercado laboral en la zona del euro siguió siendo robusto. La tasa de desempleo permaneció en 6.5% entre enero y marzo, manteniéndose en un 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, en general, se estima un crecimiento moderado en el primer trimestre de 2024. En particular, se espera que la actividad económica en Reino Unido haya mostrado una recuperación, luego de haberse contraído en cada uno de los dos trimestres previos. Los mercados laborales de este grupo de economías se habrían mantenido apretados, a pesar de la moderación que han mostrado algunos indicadores.

Se espera que la mayoría de las principales economías emergentes muestren un mayor

dinamismo en el primer trimestre del año en relación con el trimestre previo, principalmente en América Latina y Europa del Este. Por su parte, en Asia emergente se habría registrado una heterogeneidad más marcada en el ritmo de crecimiento entre países. En el caso particular de China, la actividad económica aumentó a un ritmo mayor en comparación con el trimestre anterior. En este contexto, su PIB creció a una tasa trimestral ajustada por estacionalidad de 1.6%, luego de haber avanzado 1.2% en el cuarto trimestre de 2023.⁴ No obstante, en marzo, las ventas al menudeo y la producción industrial desaceleraron su ritmo de crecimiento. Dicha economía continúa enfrentando dificultades ante la debilidad de su sector inmobiliario y la baja confianza por parte 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 volátil. Durante la mayor parte del periodo, las cotizaciones aumentaron ante las tensiones geopolíticas en Medio Oriente y Rusia, así como por el acuerdo alcanzado en marzo entre las naciones pertenecientes a la Organización de Países Exportadores de Petróleo y países aliados (OPEP+) de prolongar los recortes de producción hasta el segundo trimestre de 2024. Sin embargo, a principios de mayo, se observó una disminución en los precios del crudo ante una menor demanda en varios países por combustibles que se reflejó en niveles de inventarios más altos de lo previsto en Estados Unidos. Asimismo, los precios de referencia del gas natural exhibieron un comportamiento volátil y sesgado al alza durante la mayor parte del periodo. Las cotizaciones de Europa y Asia presentaron presiones al alza en abril ante la posibilidad de interrupciones en el suministro de gas por los ataques a la infraestructura de almacenamiento en Ucrania y el conflicto en Medio Oriente. Asimismo, a principios de mayo, los precios de referencia del gas aumentaron debido, en parte, a una menor producción de gas en Estados Unidos. Los precios de los granos mostraron un comportamiento al alza en general. En particular, las cotizaciones de trigo y soya aumentaron a partir de finales de abril ante la

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

³ Expresado como tasa trimestral ajustada por estacionalidad, la variación del PIB de la zona del euro fue de 0.3% en el primer trimestre de 2024 y de -0.1% en el cuarto y tercer trimestre de 2023.

⁴ Expresado como tasa anual, la variación del PIB de China fue de 5.3% en el primer trimestre de 2024 y de 5.2% en el cuarto trimestre de 2023.

incertidumbre por condiciones climáticas adversas en Estados Unidos, Rusia y Brasil. Además, se registraron presiones al alza adicionales sobre el precio del trigo ante los ataques a la infraestructura de almacenamiento de granos en Ucrania. Las cotizaciones de los metales, en general, exhibieron una tendencia al alza. Los precios de los metales industriales fueron impulsados ante la expectativa de una mayor demanda por parte de China y, a mediados de abril, por las restricciones impuestas a los metales rusos en las bolsas mercantiles de Estados Unidos y Reino Unido. Los precios de los metales preciosos aumentaron ante la diversificación de las reservas de los bancos centrales y las diversas tensiones geopolíticas. La cotización del oro alcanzó máximos históricos en abril. Sin embargo, esta tendencia se revirtió parcialmente en la cuarta semana de abril debido a la moderación de la percepción del riesgo geopolítico en Medio Oriente.

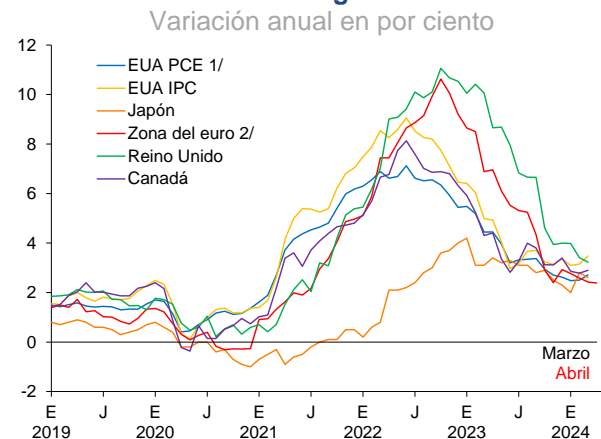
A.1.2. Política monetaria y mercados financieros internacionales

Desde la última decisión de política monetaria en México, en la mayoría de las economías avanzadas, la inflación general anual disminuyó (Gráfica 3). No obstante, en algunos casos se registró un repunte en su lectura más reciente debido, en general, a mayores presiones en los precios de los energéticos. La inflación del componente subyacente siguió mostrando disminuciones graduales, si bien en algunos casos registró ligeros incrementos ante las mayores presiones en los precios de los servicios. En Estados Unidos, la inflación general anual medida por el deflactor del gasto en consumo personal aumentó de 2.5% en febrero a 2.7% en marzo. Este incremento reflejó, principalmente, un alza en la inflación de los energéticos y de los alimentos, toda vez que la inflación anual del componente subyacente se mantuvo prácticamente sin cambios, al pasar de 2.84 a 2.82% entre los meses mencionados. La variación mensual del índice subyacente se mantuvo en niveles elevados de alrededor de 0.3% en los últimos dos meses ante continuas presiones en los precios de los servicios. Por su parte, la inflación general anual medida por el índice de precios al consumidor aumentó de 3.2% en febrero a 3.5% en marzo. Su componente subyacente pasó de 3.75 a 3.80% en el mismo periodo.

Los pronósticos de inflación de los analistas para las principales economías avanzadas prevén una moderación de la inflación general a lo largo de 2024 respecto de los niveles actuales. Sin embargo,

estiman que esta permanecería en niveles por encima de los objetivos de inflación de sus bancos centrales en dicho año. Las expectativas de inflación de mayor plazo para estas economías que se derivan de instrumentos financieros presentaron ligeros incrementos respecto de las cifras registradas en la tercera semana de marzo.

Gráfica 3
Economías avanzadas seleccionadas:
inflación general



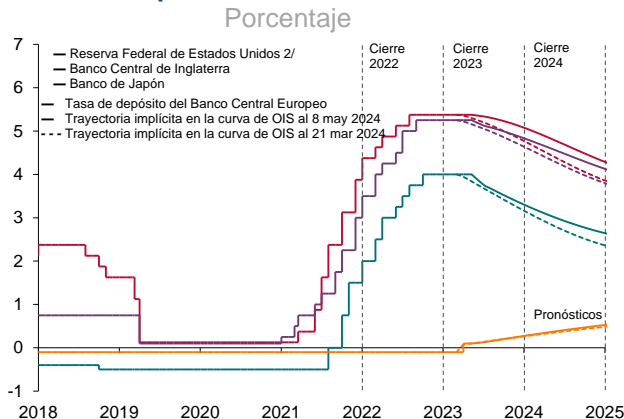
Fuente: *Bureau of Economic Analysis, Bureau of Labor Statistics, Eurostat, Banco de Japón, Oficina Nacional de Estadística del Reino Unido e Instituto de Estadística de Canadá.*

En un amplio número de economías emergentes, la inflación general anual registró disminuciones. No obstante, en algunos casos repuntó, en parte, como resultado de mayores presiones en los precios de energéticos y, en ciertos casos, de los alimentos. Aunque en la mayoría de estas economías la inflación general se mantuvo por encima de los objetivos puntuales de sus respectivos bancos centrales, en varias de ellas la inflación se ubicó dentro del intervalo de variabilidad considerado por cada instituto central. En China, la inflación anual se redujo de 0.7% en febrero a 0.1% en marzo, después de que el dato de febrero reflejara tanto un efecto de base de comparación como los cambios en la demanda asociados con las festividades del año nuevo lunar, que por primera vez desde el inicio de la pandemia no se vio afectada por factores relacionados con restricciones a la actividad y movilidad. 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 tomaron decisiones respecto de sus tasas de

referencia de manera heterogénea, en función de la evolución de la inflación y de otros indicadores que sus decisiones seguirán dependiendo de la evolución de la inflación y otros datos económicos. Adicionalmente, algunas de estas instituciones anticipan que las tasas de referencia permanezcan 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. Otros enfatizaron la necesidad de tener mayor confianza en que la inflación está retornando al objetivo antes de relajar su postura de política monetaria. En las principales economías avanzadas, la mayoría de los bancos centrales mantuvo sin cambio sus tasas de referencia y continuó con la reducción gradual de sus tenencias de valores (Gráfica 4).

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



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

En su reunión de mayo, la Reserva Federal de Estados Unidos mantuvo sin cambio el rango objetivo para la tasa de fondos federales por sexta 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 que el *FOMC* considera que los riesgos asociados con el cumplimiento de sus metas de

económicos de cada país. En cuanto a las acciones futuras, los institutos centrales indicaron, en general, empleo e inflación han venido presentando un mejor balance. Reiteró 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 2%. Enfatizó que se encuentra preparado para ajustar la postura de política monetaria si surgieran riesgos que impidan el cumplimiento de sus objetivos. Además, la Reserva Federal continuó con la reducción del tamaño de su hoja de balance. Al respecto, en su comunicado de prensa comentó que a partir de junio el Comité comenzará a disminuir el ritmo de reducción.⁵

En conferencia de prensa de la decisión de mayo, el presidente de dicha institución comentó que en lo que va del año los datos de inflación no han generado mayor confianza en los miembros del *FOMC* de que la inflación está convergiendo hacia el 2%, detallando que las lecturas de inflación han superado las expectativas. Añadió que es probable que lograr esa mayor confianza lleve más tiempo del previsto y que están dispuestos a mantener el rango objetivo actual de la tasa de interés por el tiempo que sea apropiado. Indicó que también están preparados para responder ante un debilitamiento inesperado del mercado laboral. Las expectativas más recientes extraídas de instrumentos financieros sugieren que la tasa de fondos federales se ubicaría en 4.9% al cierre del 2024 y en 4.2% para el cierre de 2025.

De forma similar, el Banco Central Europeo (BCE) mantuvo sin cambios sus tasas de referencia en abril por quinta decisión consecutiva. Así, sus tasas de refinanciamiento, de préstamos y de depósitos se ubicaron en 4.50, 4.75 y 4.00%, respectivamente. Su Consejo de Gobierno señaló que considera que las tasas de interés se encuentran en niveles que están contribuyendo de forma sustancial al proceso desinflacionario y reiteró que sus decisiones futuras garantizarán que sus tasas de referencia se mantengan en niveles suficientemente restrictivos durante el tiempo que sea necesario. Agregó que si las perspectivas de inflación, la dinámica de la inflación subyacente y la fortaleza de la transmisión de la política monetaria refuerzan su confianza de que la inflación está convergiendo hacia su objetivo de forma sostenida sería apropiado reducir el nivel actual de su restricción monetaria. En ese sentido,

⁵ La Reserva Federal reducirá a partir de junio el límite de amortización mensual de los valores del Tesoro de 60 a 25 mil millones de dólares. Asimismo, el Comité mantendrá en 35 mil millones de dólares el límite de amortización mensual de la deuda

de las agencias y de los valores respaldados por hipotecas de las mismas, y reinvertirá en valores del Tesoro cualquier pago de principal que supere este límite.

indicó nuevamente que mantendrá un enfoque dependiente de los datos para determinar la duración y el nivel apropiados de dicha restricción y añadió que no se está comprometiendo con una trayectoria de política monetaria en particular.

En conferencia de prensa, la presidenta de dicha institución señaló que los descensos de la inflación no serán lineales y que fluctuarán alrededor del nivel actual en los próximos meses para posteriormente descender al objetivo de inflación durante 2025. En relación con su Programa de Emergencia por la Pandemia (*PEPP*), el Consejo de Gobierno continuó con la normalización de su hoja de balance y reiteró que prevé concluir las reinversiones de los valores que alcancen su vencimiento y que hayan sido adquiridos bajo el marco de dicho programa a finales de 2024.

En cuanto a las expectativas de mercado para las tasas de política monetaria, con base en la última información disponible, las tasas de interés implícitas en las curvas de *swaps* (*OIS*) registraron una moderación en la expectativa de recortes. Estas prevén que las tasas de referencia muestren disminuciones de al menos 25 puntos base para el tercer trimestre en el caso de la zona del euro, Canadá y Reino Unido y para el cuarto trimestre del presente año en el de Estados Unidos.

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 sus países. Algunos institutos centrales, principalmente de las regiones de América Latina y Europa del Este, realizaron recortes en sus decisiones más recientes. En algunos casos como el de Chile, Hungría y Brasil moderaron el ritmo de recortes. Otros, en cambio, determinaron no ajustar su tasa de referencia, en algunos casos tras haber realizados modificaciones en decisiones previas

En China, el banco central mantuvo sin cambios las tasas de interés en abril, entre ellas las tasas preferenciales de préstamos (*LPR*) a 1 y 5 años. Por su parte, el Banco Central de Indonesia aumentó su tasa de referencia en 25 puntos base en su reunión de abril, después de haberla mantenido sin cambio durante cinco reuniones consecutivas desde octubre de 2023.

Desde inicios de abril de 2024 se presentó un deterioro en las condiciones financieras. Ello estuvo asociado con la amenaza de un escalamiento del conflicto geopolítico en Medio Oriente y con nuevos datos que sugieren que en Estados Unidos el mercado laboral continúa apretado y la inflación ha mostrado cierta persistencia, lo que condujo a la expectativa de una postura monetaria restrictiva en ese país más prolongada de lo que se anticipaba previamente (Gráfica 5). Más recientemente, a partir de mayo, ante datos laborales que sugieren una moderación en el dinamismo del empleo en Estados Unidos, se observó una mejora en las condiciones financieras que revirtió parcialmente el apretamiento registrado en abril.

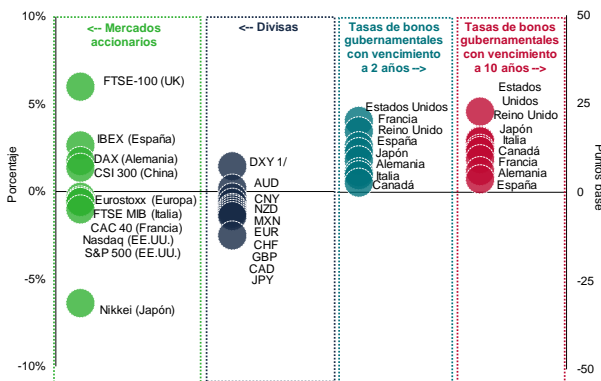
En congruencia con la evolución de las condiciones financieras, las tasas de mediano y largo plazo de las principales economías avanzadas y emergentes aumentaron respecto del nivel registrado en la última decisión de política monetaria (Gráficas 6 y 7). Por su parte, los mercados accionarios de economías avanzadas y emergentes mostraron un comportamiento mixto. Respecto los mercados cambiarios, el dólar estadounidense se apreció respecto de las monedas de países emergentes y avanzados. Finalmente, desde la última decisión de política monetaria se registraron salidas de flujos de capital a economías emergentes. Sin embargo, los flujos mostraron un comportamiento diferenciado entre clase de activos, pues se observaron salidas netas de activos de renta variable y ligeras entradas de los de renta fija durante gran parte del periodo que se reporta.

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 Eurozona, también se considera el diferencial entre los bonos soberanos de Francia, Italia, España, Países Bajos, Bélgica, Austria, Portugal y Finlandia sobre el bono alemán con vencimiento a 10 años. La línea negra vertical indica la última reunión calendarizada de política monetaria de Banco de México.
Fuente: Bloomberg y Goldman Sachs.

Gráfica 6
Variación de indicadores financieros
seleccionados del 21 de marzo
al 8 de mayo 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 14 de marzo de 2024
Porcentaje, puntos base

Región	País	Divisas	Bolsas	Tasas de Interés 2A	Tasas de Interés 10A	CDS
América Latina	México	-1.30%	1.92%	42	29	11
	Brasil	-1.89%	0.64%	57	54	16
	Chile	1.07%	1.52%	7	27	9
	Colombia	-0.50%	7.98%	64	44	27
	Perú	-1.03%	-0.71%	7	10	17
Europa emergente	Rusia	0.48%	4.39%	15	8	N.D.
	Polonia	-1.39%	3.19%	18	21	4
	Turquía	-0.39%	15.68%	-3	166	-15
	Rep. Checa	-0.05%	2.26%	41	32	3
	Hungría	0.76%	4.64%	56	36	-5
Asia	China	-0.13%	2.19%	-18	-4	-3
	Malasia	-1.14%	2.97%	11	10	6
	India	-0.81%	1.07%	8	11	3
	Filipinas	-3.29%	-5.06%	50	73	6
	Tailandia	-3.28%	-1.79%	25	26	2
	Indonesia	-2.84%	-4.02%	58	52	4
África	Sudáfrica	1.84%	4.21%	21	16	9

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

A.2. Evolución de la economía mexicana

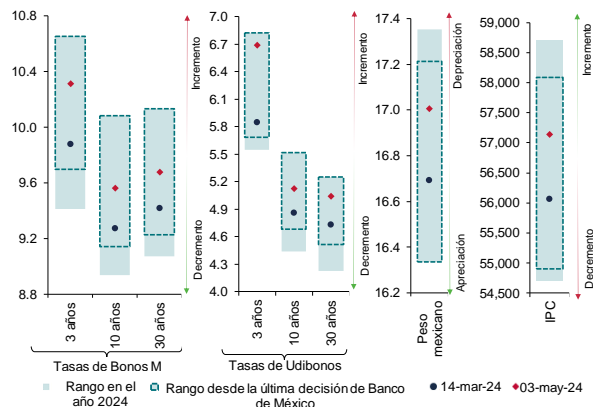
A.2.1. Mercados en México

En el contexto internacional descrito, desde la última decisión de política monetaria en México la cotización del peso mexicano frente al dólar exhibió episodios de volatilidad y se depreció marginalmente. Por su parte, las tasas de interés de valores gubernamentales mostraron incrementos generalizados (Gráfica 8).

La moneda nacional operó en un intervalo con información intradía entre 16.26 y 18.25 pesos por dólar desde la última decisión de política monetaria. Durante el periodo, presentó una depreciación de 1.30% afectada principalmente por el ambiente de menor apetito por riesgo a nivel global, las crecientes tensiones geopolíticas en Medio Oriente y la liquidación de posiciones largas en la divisa (Gráfica 9). En general, las condiciones de operación mostraron un deterioro durante el periodo.

Gráfica 8
Desempeño y condiciones de operación de mercados mexicanos

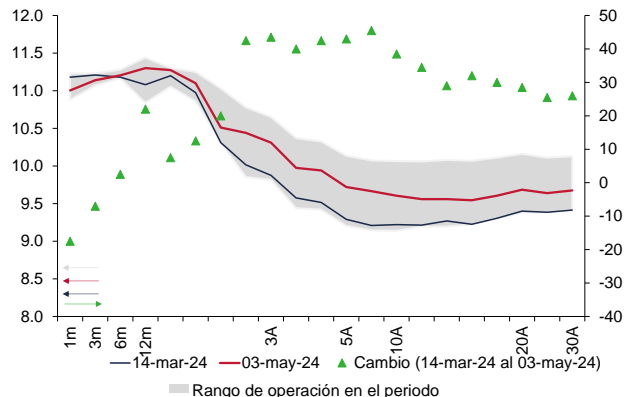
Porcentaje, pesos por dólar e índice



Fuente: Bloomberg y PIP.

Gráfica 10
Curva de rendimiento de valores gubernamentales a tasa nominal

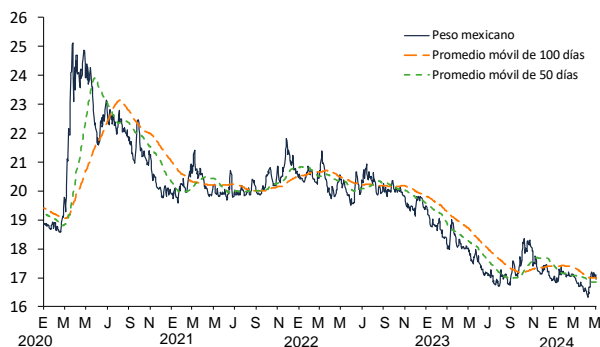
Porcentaje, puntos base



Fuente: PIP.

Gráfica 9
Tipo de cambio del peso mexicano

Pesos por dólar



Fuente: Banco de México.

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

Puntos base



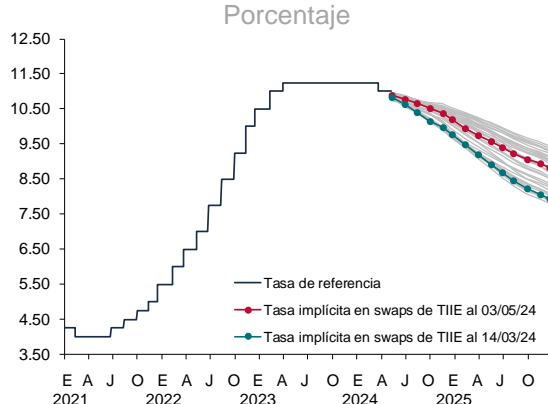
1/ Las líneas horizontales se refieren a los respectivos promedios observados desde septiembre de 2008 a la fecha.

Fuente: PIP.

Las tasas de interés de los valores gubernamentales presentaron aumentos de hasta 44 puntos base en el segmento de mediano plazo, mientras que en la parte larga se incrementaron hasta 32 puntos base (Gráfica 10). Los rendimientos de instrumentos a tasa real mostraron un comportamiento negativo, pues presentaron incrementos a lo largo de todos sus plazos, alcanzando los niveles más elevados desde 2001 para el plazo de 3 años y desde 2008 para los plazos de 10 y 30 años. Las primas de compensación por inflación y riesgo inflacionario implícitas en los diferenciales entre las tasas nominales y reales de instrumentos de mercado presentaron disminuciones en el corto plazo y variaciones acotadas en los nodos de mayor plazo (Gráfica 11). Estos movimientos ocurrieron en un entorno en el que las condiciones de operación mostraron un deterioro.

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 en mayo de 2024 y muestra una expectativa de 10.21% y 8.83% en la tasa objetivo al cierre de 2024 y 2025, respectivamente (Gráfica 12). Por su parte, una minoría de los analistas encuestados por Citibanamex anticipa una reducción de la tasa de referencia en mayo, si bien el consenso proyecta una baja de 25 puntos base en junio para alcanzar un nivel de 10.75%, y estiman que la tasa termine el año en 10.00%.

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



Nota: Las líneas grises representan las trayectorias diarias desde la última decisión de política monetaria.

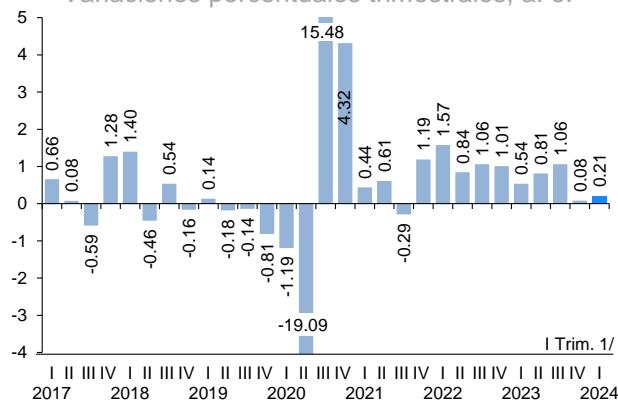
Fuente: PIP.

A.2.2. Actividad económica en México

De acuerdo con la estimación oportuna del PIB de México publicada por el INEGI, en el primer trimestre de 2024 persistió el bajo dinamismo que la actividad económica exhibió en el último trimestre de 2023. El PIB registró una variación trimestral ajustada por estacionalidad de 0.21% (Gráfica 13).

Gráfica 13
Producto Interno Bruto

Variaciones porcentuales trimestrales, a. e.



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

1/ La cifra correspondiente al primer trimestre de 2024 se refiere a la estimación oportuna del PIB trimestral publicada por el INEGI.

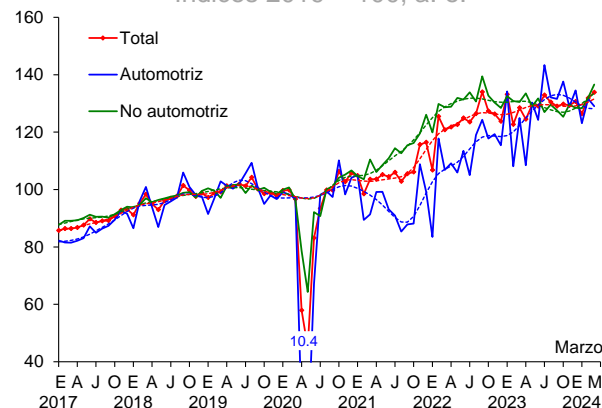
Fuente: Sistema de Cuentas Nacionales de México (SCNM), INEGI.

En lo que respecta a la evolución de la demanda interna, en febrero de 2024 el consumo privado exhibió una reactivación que revirtió la caída observada en el mes previo y mantuvo una tendencia al alza. El rubro de bienes de origen importado siguió mostrando dinamismo, al tiempo que el consumo de servicios continuó reactivándose

respecto del estancamiento registrado en el cuarto trimestre de 2023. En cambio, el consumo de bienes de origen nacional se mantuvo débil. Por su parte, en febrero la inversión fija bruta permaneció en niveles elevados, si bien en el margen mostró atonía. El gasto en construcción ha presentado un débil desempeño, si bien se mantuvo en niveles elevados. En cambio, la inversión en maquinaria y equipo repuntó, apoyada por el componente de equipo de transporte. En cuanto a la demanda externa, en el primer trimestre de 2024 el valor promedio en dólares de las exportaciones manufactureras registró cierta mejoría respecto del cuarto trimestre como reflejo de una reactivación del componente no automotriz (Gráfica 14).

Gráfica 14
Exportaciones manufactureras totales

Índices 2019 = 100, a. e.

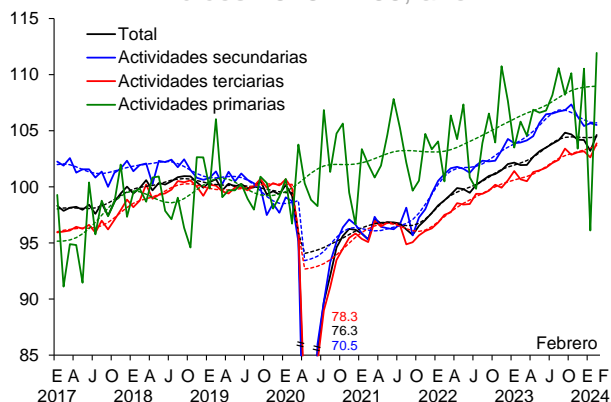


a. e. / Serie con ajuste estacional y serie de tendencia basadas en información en dólares nominales. La primera se representa con la línea sólida y la segunda con la punteada. Se acotó el rango de la gráfica para facilitar la lectura.

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

Por el lado de la producción, en un contexto de persistentes condiciones de sequía reportadas en diversas regiones de producción agrícola, en enero se observó una fuerte caída de las actividades primarias, misma que se revirtió en febrero. Asimismo, luego de la contracción en enero, en febrero los servicios mostraron una reactivación (Gráfica 15). De acuerdo con la información oportuna, se espera que estos hayan seguido expandiéndose en marzo. En el bimestre enero-febrero de 2024, la actividad industrial se mantuvo débil. En su interior, se acentuó la debilidad de la actividad manufacturera (Gráfica 16). A su vez, no obstante que se mantuvo en niveles elevados, la construcción disminuyó respecto del cuarto trimestre de 2023. La información oportuna sugiere que la actividad industrial habría mostrado un mejor desempeño en marzo.

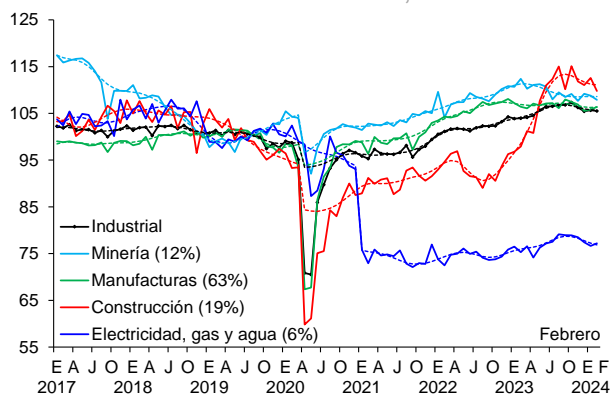
Gráfica 15
Indicador Global de la Actividad Económica
Índices 2019 = 100, a. e.



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

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

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



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

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

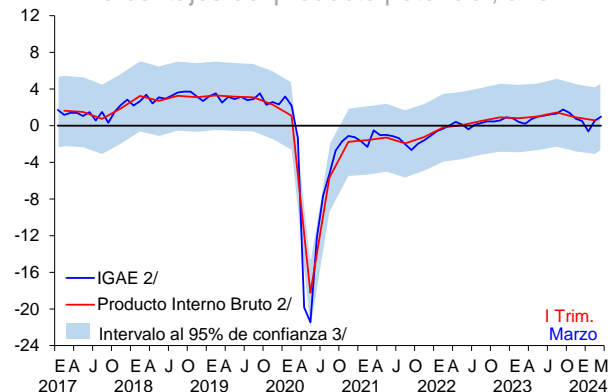
Fuente: Sistema de Cuentas Nacionales de México (SCNM), INEGI.

En cuanto a la posición cíclica de la economía, con base en la información oportuna, en el primer trimestre de 2024 la estimación puntual de la brecha del producto disminuyó por segundo trimestre consecutivo ante la desaceleración de la actividad económica en el último trimestre de 2023 y el primero de 2024. La estimación se mantuvo en terreno positivo, si bien sin ser estadísticamente distinta de cero (Gráfica 17).

En marzo de 2024, el mercado laboral siguió mostrando fortaleza. Las tasas de desocupación nacional y urbana permanecieron en niveles

históricamente bajos (Gráfica 18). Con información a abril y datos ajustados por estacionalidad, la creación de empleo formal afiliado al IMSS continuó mostrando una tendencia al alza. Por último, en febrero de 2024 el costo unitario de la mano de obra en el sector manufacturero revirtió parcialmente la disminución exhibida el mes previo y permaneció en niveles relativamente altos (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 marzo de 2024 congruente con dicha cifra oportuna.

3/ Intervalo de confianza de la brecha del producto calculado con un método de componentes no observados.

Fuente: Elaboración de Banco de México con información del INEGI.

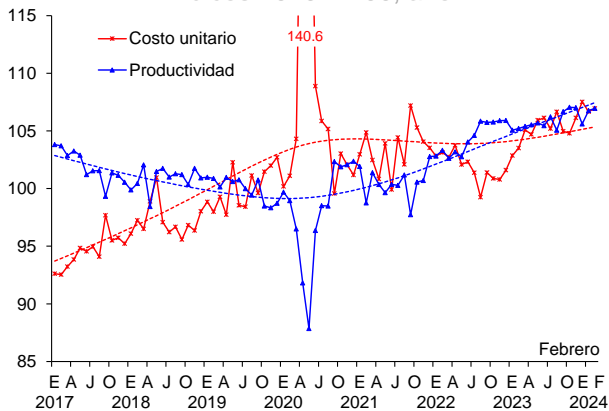
Gráfica 18
Tasa de desocupación nacional y tasa de desocupación urbana
Por ciento, a. e.



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

Fuente: 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. Se acotó el rango de la gráfica para facilitar la lectura.

1/ Productividad con base en las horas trabajadas.

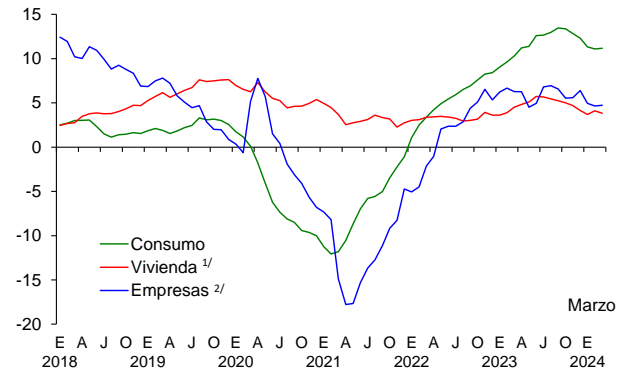
Fuente: Elaboración de Banco de México a partir de información desestacionalizada de la Encuesta Mensual de la Industria Manufacturera y de los indicadores de la actividad industrial del Sistema de Cuentas Nacionales de México, INEGI.

El financiamiento interno al sector privado continuó creciendo en marzo de 2024, si bien con cierta moderación respecto del dinamismo observado en la segunda mitad de 2023. En su interior, el crédito de la banca comercial a las empresas y a los hogares registró un ritmo de expansión ligeramente menor al observado al cierre del año previo (Gráfica 20). Pese a ello, las tasas de crecimiento en algunos segmentos siguieron siendo elevadas, especialmente en el crédito al consumo.

En lo relacionado con el costo de financiamiento, las tasas de interés del crédito bancario a las empresas no registraron cambios significativos respecto del mes anterior, de manera que permanecieron en niveles elevados. En tanto, los márgenes de intermediación del crédito en este segmento aumentaron ligeramente y se ubicaron en niveles similares a los observados antes de la pandemia. En lo correspondiente al segmento de vivienda, las tasas de interés bancarias permanecieron en un nivel similar al observado previo a la emergencia de salud. Por último, en el interior del crédito al consumo, las tasas de interés de las tarjetas de crédito se mantuvieron elevadas y aumentaron ligeramente en diciembre de 2023, 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 marzo de 2024 los índices de morosidad del crédito bancario al sector privado siguieron ubicándose en niveles bajos. En el caso de la cartera de consumo, dichos indicadores se mantuvieron estables, de modo que se frenó la tendencia ascendente que se venía observando desde la primera 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.

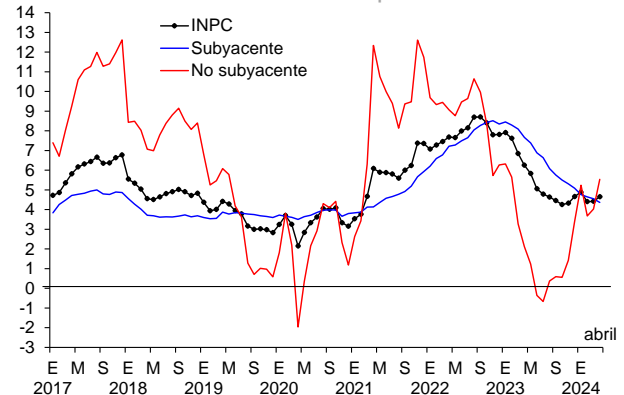
2/ Cifras ajustadas por efecto cambiario.

Fuente: Banco de México

A.2.3. Comportamiento y perspectivas de la inflación

La inflación general anual aumentó de 4.40 a 4.65% entre febrero y abril de 2024. Este resultado reflejó el incremento que registró la inflación no subyacente. A su vez, la inflación subyacente continuó reduciéndose (Gráfica 21 y Cuadro 1).

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

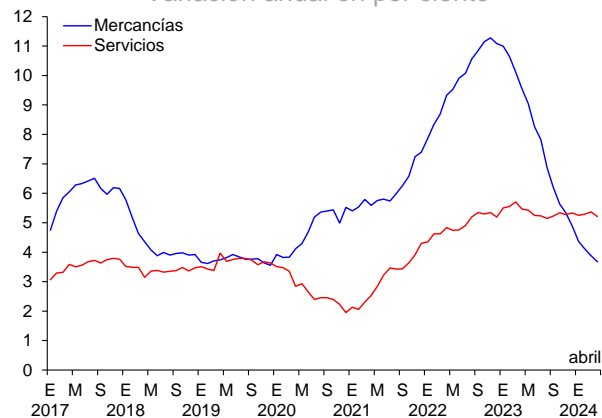


Fuente: INEGI.

Entre febrero y abril de 2024, la inflación subyacente anual disminuyó de 4.64 a 4.37%. En su interior, la inflación anual de las mercancías siguió descendiendo (Gráfica 22). Entre las fechas señaladas pasó de 4.11 a 3.67%. Este desempeño se asoció con la moderación de las presiones derivadas de la pandemia y de la guerra en Ucrania y con los menores niveles que registró el tipo de cambio en comparación con los observados a principios de 2023. En particular, entre las fechas señaladas la inflación anual de las mercancías alimenticias se redujo de 5.25 a 4.79% y la de las no alimenticias de 2.75 a 2.34% (Gráfica 23). La inflación anual de los servicios, por su parte, pasó de 5.30 a 5.21% en igual lapso. Así, se mantuvo niveles elevados y continuó sin exhibir una clara tendencia descendente, afectada aún por presiones relacionadas con costos de operación, su traspaso a los precios al consumidor y la recuperación en la demanda por servicios.

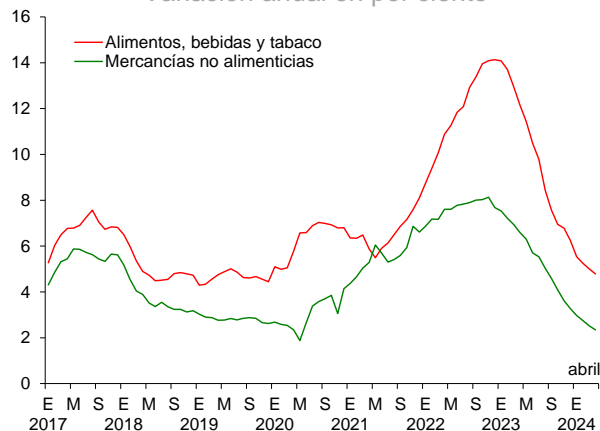
La inflación no subyacente anual se incrementó de 3.67 a 5.54% entre febrero y abril de 2024 (Gráfica 24 y Cuadro 1). Ello fue resultado del aumento de la inflación anual de los agropecuarios y de los energéticos. La primera se elevó de 4.77 a 7.35%, impulsada por el aumento de 15.00 a 18.57% registrado en la variación anual de los precios de las frutas y verduras y de -3.23 a -1.13% en la de los productos pecuarios. En el mismo periodo, la inflación anual de los energéticos se incrementó de 2.28 a 4.38% como reflejo, principalmente, del aumento de -2.18 a 4.73% en la variación anual del precio del gas L.P. y de 3.86 a 4.86% en la de la gasolina.

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



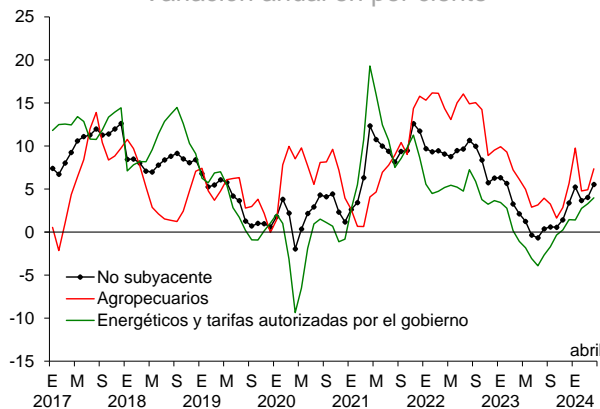
Fuente: INEGI.

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



Fuente: INEGI.

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 febrero y abril de 2024 las medianas correspondientes a la inflación general y subyacente esperada para el cierre de 2024 aumentaron de 4.10 a 4.20% y de 4.06 a 4.10%, respectivamente. Las expectativas de inflación para el cierre de 2025 se incrementaron marginalmente. En particular, la mediana para el índice general pasó de 3.70 a 3.71% y la del componente subyacente de 3.69 a 3.72%. A su vez, la mediana de las expectativas de la inflación general para los siguientes cuatro años se mantuvo en 3.68%, y la correspondiente a la inflación subyacente para el mismo horizonte disminuyó de 3.68 a 3.63%. Las medianas de las expectativas de inflación general y subyacente para el largo plazo (5 a 8 años) permanecieron estables. Ambas medianas se ubicaron en 3.50%.

Finalmente, la compensación por inflación y riesgo inflacionario tendió a incrementarse respecto del nivel observado en la última decisión de política monetaria en México. En su interior, las expectativas de inflación implícitas en instrumentos de mercado registraron movimientos acotados y la prima por riesgo inflacionario mostró un ajuste al alza.

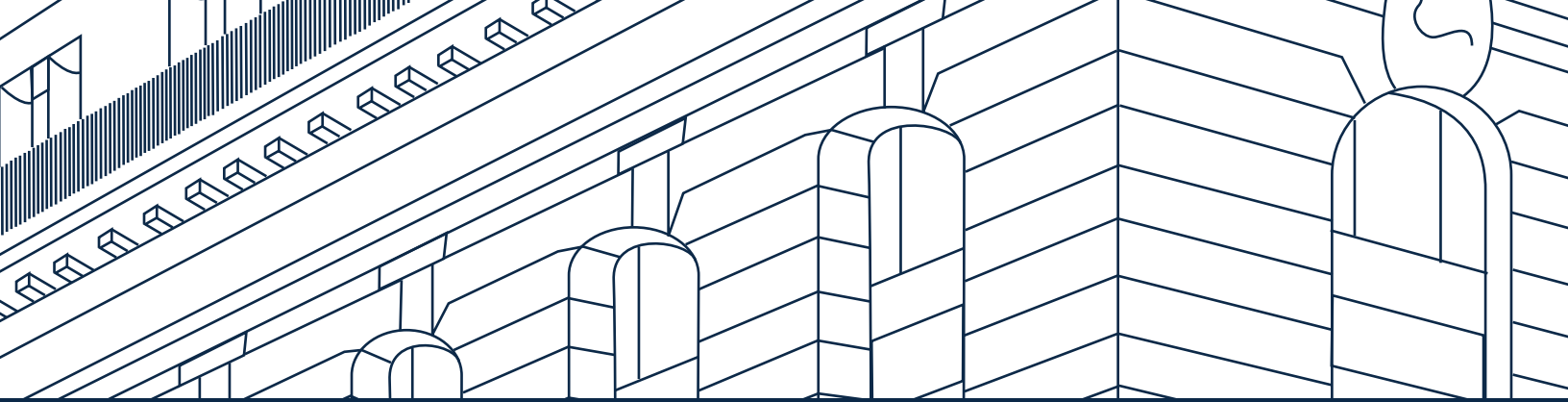
Se anticipa que el proceso desinflacionario continúe en México. No obstante, los choques inflacionarios han tomado más tiempo en disiparse. En particular, se prevé que la inflación de servicios presente un comportamiento más persistente respecto de lo esperado previamente. En consecuencia, los pronósticos de inflación general y subyacente presentan una disminución más gradual a lo anteriormente esperado. De esta forma, ahora se

estima que la inflación general converja a la meta en el cuarto trimestre de 2025. Por su parte, se anticipa que la inflación subyacente se ubique en 3% en ese mismo trimestre. Estas previsiones están sujetas a riesgos. Al alza: i) persistencia de la inflación subyacente; ii) depreciación cambiaria; iii) mayores presiones de costos; iv) que la economía muestre una resiliencia mayor a la esperada; v) afectaciones climáticas; y vi) escalamiento de conflictos geopolíticos. A la baja: i) una actividad económica global menor a la anticipada; ii) un menor traspaso de algunas presiones de costos; y iii) que los niveles del tipo de cambio mitiguen ciertas presiones sobre la inflación. Se considera que el balance de riesgos respecto de la trayectoria prevista para la inflación en el horizonte de pronóstico se mantiene sesgado al alza.

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

Concepto	Febrero 2024	Marzo 2024	Abril 2024
INPC	4.40	4.42	4.65
Subyacente	4.64	4.55	4.37
Mercancías	4.11	3.88	3.67
Alimentos, bebidas y tabaco	5.25	5.01	4.79
Mercancías no alimenticias	2.75	2.53	2.34
Servicios	5.30	5.37	5.21
Vivienda	3.73	3.78	3.73
Educación (colegiaturas)	6.39	6.36	6.36
Otros servicios	6.36	6.46	6.19
No subyacente	3.67	4.03	5.54
Agropecuarios	4.77	4.92	7.35
Frutas y verduras	15.00	12.25	18.57
Pecuarios	-3.23	-0.78	-1.13
Energéticos y tarifas aut. por gobierno	2.75	3.29	3.98
Energéticos	2.28	3.25	4.38
Tarifas autorizadas por gobierno	3.87	3.38	3.08

Fuente: INEGI.



BANCO DE MÉXICO®

Documento publicado el 23 de mayo de 2024

