



BANCO DE MÉXICO®

## Minuta número 111

Reunión de la Junta de Gobierno del Banco de México, con motivo de la  
decisión de política monetaria anunciada el 26 de septiembre 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:**  
25 de septiembre de 2024

### 1.3. Asistentes:

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

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

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

### *Entorno Externo*

**Algunos miembros de la Junta** mencionaron que los indicadores disponibles sugieren que durante el tercer trimestre de 2024 el ritmo de crecimiento de la actividad económica mundial habría sido similar al del trimestre anterior. **Uno** consideró que la actividad económica global ha continuado expandiéndose a un ritmo moderado. **La mayoría destacó que el desempeño habría sido heterogéneo entre países.** **Uno** observó que, en relación con la primera mitad del año, la menor expansión de las economías avanzadas ha sido compensada por una recuperación mayor a la anticipada en las economías emergentes. **La mayoría notó que el crecimiento continúa siendo impulsado principalmente por el sector de servicios.** **Algunos** resaltaron la atonía del sector manufacturero. **Uno** subrayó que hacia delante prevalece la expectativa de solo una ligera desaceleración en el crecimiento mundial para 2024 y 2025, por lo que aún se prevé un “aterrizaje suave”. No obstante, advirtió que dicho escenario está sujeto a una elevada incertidumbre. Alertó que entre los riesgos más relevantes para el desempeño global

destacan los asociados con el proceso electoral en Estados Unidos, la pérdida de dinamismo de la economía china, la profundización de los conflictos geopolíticos y los elevados déficits fiscales en diversas economías. Para el caso de Estados Unidos, **otro** consideró que el desvanecimiento de los factores que en su momento apoyaron la resiliencia de su economía, como la posición financiera de los hogares que ya se está debilitando, apuntan a que algunos riesgos a la baja han cobrado relevancia. **Uno** añadió que de acuerdo con los analistas la probabilidad de que se observe una recesión en ese país en los próximos 12 meses aún es baja. No obstante, recordó que alrededor del 80% de ellos considera que todavía no se ha manifestado el impacto total de las tasas de interés sobre la economía.

**La mayoría señaló que en las principales economías avanzadas los mercados laborales han mostrado signos de un menor dinamismo.** **Algunos** puntualizaron que las brechas de desempleo se han venido cerrando en varias de esas economías, siendo una excepción el caso en la zona del euro de acuerdo con **uno**. **Para el caso particular de Estados Unidos, la mayoría destacó el mejor balance entre la oferta y la demanda del mercado laboral.** **Algunos** precisaron que en ese país las tasas de crecimiento de los salarios han venido disminuyendo. Indicaron que la tasa de desempleo ha ido en aumento y se encuentra por encima de 4%.

**La mayoría coincidió en que el proceso de desinflación continúa a nivel global.** **Algunos** destacaron el comportamiento diferenciado de la inflación entre países. **Algunos** resaltaron que en las economías avanzadas la inflación general actualmente se encuentra más cerca de las metas de los bancos centrales, en comparación con lo observado a principios de año. **Uno** agregó que en estas economías el indicador de media truncada de la inflación general exhibe una tendencia descendente. **La mayoría mencionó que en dichas economías la moderación reciente de la inflación general obedeció, principalmente, a reducciones en el componente no subyacente.** **Uno** detalló que esto último ha ocurrido ante una menor inflación de alimentos. Agregó que, en contraste, en algunos casos la inflación subyacente repuntó en el margen. **Algunos** destacaron que este componente, especialmente el rubro de servicios, continúa mostrando persistencia. No obstante, **uno** argumentó que, si bien la inflación subyacente está exhibiendo disminuciones moderadas, se sitúa por

debajo de los niveles observados a comienzos de 2024. Para el caso particular de Estados Unidos, **algunos** destacaron el desempeño favorable de la inflación general, la cual disminuyó de 2.9% en julio a 2.5% en agosto. Respecto de las economías emergentes, **uno** mencionó que el comportamiento de la inflación ha sido más favorable en Asia y Europa emergente que en América Latina. Puntualizó que en un amplio número de economías emergentes, la inflación general se ubicó dentro del intervalo de variabilidad de los bancos centrales. **Otro** comentó que la inflación general en estas economías registró disminuciones ante la moderación en la inflación de alimentos y energía. Sin embargo, reconoció que el componente subyacente se mantiene elevado.

Sobre los precios internacionales de las materias primas, **algunos** mencionaron que los referentes a los energéticos presentaron una tendencia a la baja ante la expectativa de mayor producción de la OPEP. **Uno** argumentó que también contribuyó la expectativa de menor crecimiento económico global. **Otro** agregó que se observó un repunte en los precios del trigo, maíz y azúcar debido a factores climáticos en diversas regiones. Agregó que el precio de los metales también aumentó debido a problemas de oferta en Rusia.

**Todos destacaron que la Reserva Federal redujo en 50 puntos base el rango objetivo para la tasa de fondos federales. La mayoría notó que la magnitud del ajuste no estaba plenamente incorporada por los mercados. Uno** comentó que recortes de dicha magnitud solo se han presentado en episodios de marcada desaceleración como en 2001, 2008 y 2020. No obstante, apuntó que en la conferencia de prensa el presidente de dicha Institución argumentó que el mercado laboral y la economía continúan con un desempeño sólido, por lo que prevé que la magnitud del recorte pueda contribuir a mantener la fortaleza del mercado laboral y de la economía. **Algunos** resaltaron que en el comunicado se expresó que el Comité Federal de Mercado Abierto tiene una mayor confianza respecto de la trayectoria sostenida de la inflación a la meta. **Uno** añadió que también se destacó el compromiso con el mandato de máximo empleo. **Otro** recalcó la mención de que los riesgos para los objetivos de pleno empleo e inflación están equilibrados. **Algunos** indicaron que las proyecciones del Comité Federal de Mercado Abierto apuntan a un ajuste adicional acumulado de 50 puntos base en lo que resta de 2024. **Uno** agregó que se esperan 100 puntos base adicionales de recortes para 2025. No obstante, **otro** señaló que el presidente del Instituto

Central mencionó que no existe una trayectoria predefinida para la tasa de interés.

**La mayoría notó que los bancos centrales de otras economías avanzadas también redujeron sus tasas de referencia. Detalló que el Banco Central Europeo y el Banco de Canadá recortaron nuevamente su tasa de referencia en 25 puntos base. Uno** recalcó que estas instituciones no se comprometieron a una trayectoria predeterminada de la tasa de referencia y que mantuvieron un enfoque dependiente de los datos. En cuanto a la decisión del Banco Central Europeo, **algunos** indicaron que destacó la resistencia a disminuir del componente de servicios. **Uno** agregó que ese banco central también enfatizó la rigidez del mercado laboral de la zona euro. **Otro** añadió que el recorte que se implementó se dio al tiempo que esa institución continúa esperando un ligero repunte de la inflación a finales de año. Respecto del Banco de Canadá, refirió que en su comunicado resaltó que los riesgos a la baja para la inflación continúan ganando relevancia. **Algunos** apuntaron que el Banco de Inglaterra mantuvo su tasa sin cambio. **Uno** señaló que ello se dio en línea con el tono de cautela mostrado en su decisión previa. **Algunos** comentaron que el Banco de Japón también mantuvo sin cambio su tasa objetivo, si bien se espera un segundo incremento en lo que resta del año. **Algunos** mencionaron que los mercados anticipan que hacia delante continúe la moderación de la restricción monetaria en la mayoría de las economías avanzadas. **Uno** estimó que el ciclo de normalización de tasas será un proceso discontinuo, tanto en secuencia como en magnitud. Respecto de las economías emergentes, **otro** resaltó la heterogeneidad en sus ciclos monetarios. No obstante, detalló que se espera que la mayoría continúe reduciendo su restricción monetaria hasta converger a posturas neutrales en 2025. **Uno** observó que el Banco de Brasil incrementó su tasa de referencia en 25 puntos base y que comunicó que el panorama inflacionario requerirá de una postura monetaria más restrictiva.

**La mayoría comentó que la volatilidad en los mercados financieros internacionales se mitigó en las últimas semanas. Notó que ante la perspectiva de recortes en las tasas de política monetaria de diversos bancos centrales las tasas de interés gubernamentales disminuyeron, principalmente las de corto plazo. Mencionó que se registraron ganancias en los principales índices accionarios y una depreciación generalizada del dólar. Uno** añadió que en semanas recientes el desempeño de los mercados

financieros mostró mayor heterogeneidad por región y tipo de activos.

### **Actividad Económica en México**

**Todos coincidieron en que la actividad productiva nacional atraviesa por un periodo de debilidad. La mayoría indicó que ha registrado una visible pérdida de dinamismo desde el último trimestre de 2023. Uno** subrayó que la información de cuentas nacionales publicada a finales de agosto presentó revisiones a la baja de las variaciones trimestrales más recientes que indican que la economía ha estado prácticamente estancada. **Otro** externó que los datos correspondientes al segundo trimestre mostraron que la desaceleración se ha manifestado tanto por el lado de la oferta como por el de la demanda. **Uno** atribuyó la debilidad económica al entorno de incertidumbre asociado con factores idiosincráticos, así como con la expectativa de una menor actividad en Estados Unidos y el desarrollo del proceso electoral en dicho país. **Otro** estimó que la falta de dinamismo económico es consecuencia del estancamiento de la producción manufacturera de Estados Unidos, que afecta al sector exportador, y de una ralentización de la inversión, lo cual suele ocurrir cuando se da un cambio de gobierno. Consideró que pese a las señales de ralentización no se anticipa una contracción económica. **La mayoría añadió que la información disponible para el inicio del tercer trimestre muestra cierto repunte. Uno** detalló que el IGAE de julio creció 0.6% a tasa mensual desestacionalizada. **Algunos** precisaron que dicha expansión reflejó en parte un aumento de las actividades primarias. **Uno** destacó que dicho sector aumentó 11.6% en el margen. **Otro** resaltó que aunque las cifras correspondientes a julio apuntan hacia un ligero progreso es previsible que la economía mantenga su relativo bajo dinamismo a lo largo del horizonte de planeación.

En cuanto al comportamiento de la actividad por sectores, **algunos** enfatizaron la desaceleración en las actividades secundarias y terciarias. **Uno** señaló que la atonía de la producción industrial ha afectado a la actividad del comercio al por mayor, lo que junto con una evolución más débil de otros servicios ha conducido a que el sector terciario en su conjunto registre una pérdida de dinamismo. **Algunos** alertaron que en el interior del sector manufacturero se observa un debilitamiento generalizado de sus componentes. **Uno** puntualizó que dos terceras partes de los subsectores que la conforman registran variaciones anuales negativas. **Algunos** apuntaron que en los últimos meses la actividad mostró una

moderada mejoría asociada con cierto repunte de la construcción. **Uno** mencionó que, si bien la edificación ha mostrado dinamismo, las obras de ingeniería civil se han moderado ante la finalización de distintos proyectos del gobierno.

**Respecto de la demanda interna, la mayoría indicó que el consumo se desaceleró. Algunos** consideraron que incluso se ha estancado. **La mayoría resaltó que dicho componente presentó una contracción en el segundo trimestre. Uno** detalló que registró una variación trimestral negativa de 2.20% con cifras anualizadas y ajustadas por estacionalidad. Indicó que este retroceso es el primero desde mediados de 2020. **La mayoría notó una contracción del consumo de bienes importados. Uno** señaló que los programas sociales se adelantaron al primer trimestre, por lo que la ausencia de tales ayudas en el segundo trimestre habría explicado parte del comportamiento observado del consumo. Argumentó que es previsible que ante la reanudación de los apoyos de los programas sociales en el tercer trimestre el consumo exhiba cierto repunte. Añadió que otros factores también apoyarían la dinámica del consumo hacia delante, como el aumento en el ingreso por remesas en pesos, impulsado por la reciente depreciación cambiaria, así como las revisiones salariales. No obstante, **otro** mencionó que varios indicadores relacionados con el consumo y las cifras oportunas indican que continuará su moderación.

**La mayoría apuntó que la inversión ha mantenido atonía desde mediados de 2023. Notó que ello se observó en todos sus rubros.** En cuanto a la demanda externa, **uno** indicó que ha continuado mostrando atonía. **Sin embargo, la mayoría señaló que el valor de las exportaciones manufactureras tanto automotrices como no automotrices registró cierta reactivación durante julio. Uno** observó que esto obedeció principalmente a una mejoría en los envíos a Estados Unidos.

Sobre la posición cíclica de la economía, **algunos** externaron que la estimación puntual de la brecha del producto calculada con el PIB continuó cerrándose desde niveles positivos. **Algunos** señalaron que se anticipa que esta permanezca cercana a cero en lo que resta del año y que sea persistentemente negativa en 2025. **Uno** puntualizó que difícilmente se puede anticipar una brecha muy negativa, ya que no se espera una recesión. **Otro** indicó que algunos indicadores de holgura, como el del mercado laboral se mantienen en terreno positivo. **Uno** notó que el indicador con base en componentes principales se ha vuelto menos

positivo, ante una brecha del consumo ligeramente negativa. Recordó que, en general, la medición de la holgura conlleva un alto grado de incertidumbre. Sin embargo, apuntó que los datos duros confirman la desaceleración económica. Consideró que las condiciones cíclicas de la economía podrían continuar siendo un elemento relevante en el proceso de formación de precios.

**Algunos** externaron que se anticipa que en 2024 y 2025 la actividad económica nacional muestre un ritmo de expansión moderado. **Algunos** consideraron que el balance de riesgos para la actividad económica se mantiene sesgado a la baja. **Uno** argumentó que un factor de riesgo a la baja que ha cobrado relevancia es la posibilidad de que se materialice un crecimiento menor al esperado de la economía de Estados Unidos, en detrimento de la demanda externa de México. Añadió que otro riesgo es el ambiente de elevada incertidumbre que prevalece tanto por factores internos como externos.

**Todos indicaron que el mercado laboral se mantiene sólido. La mayoría destacó que la tasa de desocupación permanece cerca de sus mínimos históricos. Uno** subrayó que las tasas de participación se encuentran en niveles similares a los observados previo a la pandemia. **Otro** externó que tanto la tasa de participación como la razón de ocupación a población en edad de trabajar se mantienen elevadas. **No obstante, todos reconocieron que la creación de empleos se ha desacelerado. Uno** indicó que lecturas recientes señalan que después de haber mostrado un elevado dinamismo, el crecimiento de la población ocupada se ha ubicado más en línea con su tendencia de antes de la pandemia. **Otro** subrayó que la moderación en la creación de empleos es visible tanto en la población ocupada que muestra la ENOE como en los puestos de trabajo afiliados en el IMSS. Detalló que la menor creación de empleos es más notoria en los sectores de la construcción, la industria de la transformación y el comercio, por lo que parece muy ligada a la debilidad del sector industrial. **Uno** agregó que la desaceleración en el ritmo de crecimiento del empleo podría acentuarse ante la debilidad de la actividad económica prevaleciente. **Algunos** mencionaron que, sin embargo, los aumentos salariales permanecen elevados. **Uno** detalló que la cotización media salarial de los afiliados al IMSS aumentó 4.5% en términos reales. **Otro** destacó que la variación anual de los salarios nominales de los trabajadores asegurados en el IMSS se ubicó en 9.7% en agosto. Añadió que la negociación de los salarios contractuales en empresas privadas resultó en un

aumento de 9.3% en ese mismo mes. Sin embargo, **uno** sostuvo que el crecimiento de los salarios muestra cierta moderación. **Otro** agregó que la distribución de las revisiones salariales en años recientes ha estado afectada por las lecturas de la inflación pasada y por los incrementos realizados al salario mínimo. Señaló que para el próximo año se anticipa que estos puntos de referencia sean menores, lo que incidiría en la dinámica salarial.

### *Inflación en México*

**La mayoría coincidió en que el panorama inflacionario en México ha venido mejorando, luego de los profundos choques globales de años previos. No obstante, advirtió que aún enfrenta desafíos. Uno** sostuvo que el nivel alcanzado por la inflación subyacente da cuenta de dicha mejoría. **Algunos** consideraron que al avance significativo del proceso desinflacionario han contribuido la reversión gradual de los choques asociados con la pandemia y los conflictos geopolíticos, así como una política monetaria restrictiva oportuna y consistente por parte del Instituto Central. **Uno** señaló que este proceso ha sido heterogéneo entre componentes y no lineal.

**La mayoría subrayó que la inflación general disminuyó de 5.57% en julio a 4.66% en la primera quincena de septiembre. Uno** destacó que la inflación general comenzó a disminuir después de haber hilado cinco meses consecutivos de alzas. **Otro** advirtió que, si bien la inflación general empieza a retomar una tendencia a la baja, aún se encuentra por encima de los niveles observados en octubre del año pasado. **La mayoría señaló que este descenso obedeció, principalmente, a que comenzaron a revertirse los efectos de los choques de oferta que han afectado a la inflación no subyacente. Comentó que ya se anticipaba que ocurriera tal reversión. Uno** precisó que la contribución de la no subyacente fue mayor que la correspondiente a la subyacente. **Otro** detalló que la inflación general se vio afectada por los precios de diversas frutas y verduras, lo que se combinó con incrementos en los precios de algunos energéticos debido principalmente a aumentos en sus referencias internacionales. **Algunos** enfatizaron que, debido a la naturaleza de los choques y a que sus efectos se concentraron en pocos genéricos, tales perturbaciones no condujeron a un alza generalizada de precios. **Uno** agregó que diversos indicadores de tendencia, como la inflación media truncada, mostraron poca sensibilidad a dichos choques. Señaló que en cambio lo que se observó fue un ajuste de precios relativos. **Otro**



puntualizó que no se observan indicios de un traspaso de los choques mencionados, de naturaleza transitoria, al componente subyacente.

**Todos notaron que la inflación subyacente mantuvo su tendencia a la baja y que se situó en 3.95% en la primera quincena de septiembre.**

**Algunos** enfatizaron que este componente ha exhibido una clara tendencia descendente durante casi dos años. **Uno** subrayó que, actualmente, se ubica en niveles que no se habían observado desde el primer trimestre de 2021. **Algunos** destacaron que desde noviembre de 2022, cuando alcanzó su máximo en el actual episodio inflacionario, este indicador ha disminuido 456 puntos base. Por su parte, **algunos** opinaron que, recientemente, el ritmo de disminuciones de este componente se ralentizó. No obstante, **uno** detalló que el promedio de los últimos 6 meses de la variación mensual desestacionalizada anualizada, que se ubica en 3.4%, refleja de mejor manera su comportamiento favorable más reciente.

**Algunos** notaron que la inflación anual de mercancías se ubicó en 2.94% en la primera quincena de septiembre. **Uno** enfatizó que dicho nivel no se había alcanzado desde principios de 2016. **La mayoría mencionó que en su última lectura la inflación de mercancías alimenticias fue 3.95%, mientras que la de mercancías no alimenticias fue 1.69%, en ambos casos ubicándose claramente por debajo de sus respectivos promedios históricos.** **Uno** sostuvo que estos valores aún no han alcanzado sus respectivos niveles mínimos históricos. Preciso que los promedios de 3 meses de las variaciones mensuales desestacionalizadas y anualizadas de estos subcomponentes se ubican en 2.72 y 1.14%, respectivamente. **Otro** detalló que la última vez que la inflación de mercancías alimenticias se ubicó por debajo de 4.0% fue hace ocho años. **Uno** recordó que, en este episodio, ambos componentes alcanzaron sus niveles más altos desde que se adoptó el régimen de objetivos de inflación en México. **Algunos** consideraron que es difícil que la inflación de mercancías continúe disminuyendo.

**Todos opinaron que la inflación de servicios continúa exhibiendo persistencia.** **Algunos** mencionaron que entre julio y la primera quincena de septiembre esta pasó de 5.22 a 5.15%. **Uno** observó que permaneció en niveles cercanos a los que ha registrado en los últimos 14 meses. **Otro** destacó que se ha ubicado por encima del 5% desde la segunda quincena de julio de 2022, exhibiendo un comportamiento lateral desde entonces. **Uno**

sostuvo que en el interior de la inflación de servicios se ha observado un comportamiento diferenciado entre sus componentes. Destacó que el rubro de otros servicios ha mostrado la mejoría más notoria respecto a los niveles alcanzados a inicios de 2023. Argumentó que su reciente incremento responde, en parte, al aumento de los servicios turísticos, los cuales son volátiles. Resaltó que en la primera quincena de septiembre la variación en el margen de los servicios excluyendo educación, vivienda y turismo fue de -0.07%, ubicándose por debajo de su promedio histórico y siendo la variación más baja para una quincena equivalente desde 2020. Agregó que, si bien la inflación de los servicios permanece alta, es necesario reconocer los signos de mejoría. **Otro** sostuvo que la dinámica de los precios de servicios ha estado altamente correlacionada con la evolución de los salarios. Manifestó que ello ha derivado en costos relevantes en varios subcomponentes clave, como la vivienda y el de otros servicios. Indicó que estas presiones de costos se han traspasado a los precios finales, dada la resiliencia que había manifestado la economía. No obstante, argumentó que este comportamiento difícilmente podría extenderse indefinidamente ya que ante el descenso de la inflación y aumentos al salario mínimo menores a los observados en años previos, es previsible que se moderen las revisiones salariales.

**Con respecto a la inflación no subyacente, la mayoría indicó que esta exhibió una reducción importante al pasar de 10.36% en julio a 6.73% en la primera quincena de septiembre.** **Uno** destacó que este componente rompió la trayectoria al alza que había venido registrando desde febrero pasado. **Otro** agregó que esta reversión fue mayor que lo previsto. **La mayoría sostuvo que ello obedeció al descenso de la inflación tanto de los productos agropecuarios como de la de los energéticos.** **Algunos** puntualizaron que la inflación anual de los agropecuarios se redujo de 13.72 a 6.50% mientras que la de los energéticos pasó de 9.17 a 7.92% en el mismo periodo. **Algunos** recordaron que el componente no subyacente es muy volátil. **Uno** añadió que en ocasiones exhibe una marcada tendencia a la baja que contribuye a un mejor comportamiento de la inflación general, pero que en otras influye al alza.

**Algunos** consideraron que las expectativas de inflación provenientes de encuestas permanecieron relativamente estables. **Algunos** observaron que se mantienen por encima de los pronósticos del Banco de México. **Uno** sostuvo que en general continúan sin mostrar una tendencia a la baja. Indicó que la

mediana de las expectativas de inflación general para el cierre de 2024 se incrementó, mientras que las correspondientes al cierre de 2025 y a los próximos 12 meses disminuyeron. **Otro** señaló que las expectativas de corto plazo han evolucionado en línea con sus promedios históricos y opinó que se encuentran lejos de la dinámica que exhibieron durante 2021 y 2022. Respecto de las expectativas para la subyacente, **uno** destacó que las encuestas apuntan a que esta se ubique a finales de 2025 en niveles similares a los actuales. **Algunos** comentaron que las expectativas de mediano y largo plazo permanecen en niveles por encima de la meta. **Uno** notó que las expectativas para los siguientes 4 años se incrementaron, mientras que las correspondientes para los próximos 5 a 8 años se mantuvieron sin cambio. **Otro** atribuyó la resistencia a disminuir de las expectativas de la inflación general al comportamiento esperado del componente no subyacente, ya que las expectativas de mediano y largo plazo del componente subyacente han registrado movimientos a la baja. En relación con las expectativas extraídas de instrumentos de mercado, **algunos** externaron que disminuyeron marginalmente. **Uno** añadió que han exhibido inercia. **Otro** señaló que también se mantienen por encima de los pronósticos del Banco de México. **Uno** notó que la prima por riesgo y la compensación por inflación derivadas de instrumentos de mercado se redujeron.

**La mayoría mencionó que los pronósticos para las inflaciones general y subyacente se ajustaron ligeramente a la baja para algunos trimestres en el corto plazo. Algunos** comentaron que, en el caso de la general, se debió a una reversión más rápida de lo anticipado de los choques de oferta. **La mayoría opinó que se prevé que la inflación general retome su tendencia a la baja y que la subyacente continúe con su trayectoria decreciente. Algunos** apuntaron que se sigue esperando que la inflación general converja a la meta en el cuarto trimestre de 2025. **Uno** agregó que también se anticipa que la inflación subyacente se ubique en 3% en ese mismo trimestre.

**La mayoría consideró que el balance de riesgos respecto de la trayectoria prevista para la inflación en el horizonte de pronóstico se mantiene sesgado al alza. Uno** argumentó que dicho sesgo continúa incluso al considerar la debilidad observada y prevista de la actividad económica. **Otro** resaltó que, tras los choques globales, el entorno inflacionario continúa mejorando. **Uno** especificó que, de acuerdo con cálculos de la distribución de riesgos derivados de

las condiciones económicas para la inflación subyacente, esta ha mostrado avances a lo largo del año.

**La mayoría mencionó como riesgo al alza la persistencia de la inflación subyacente. Algunos** señalaron especialmente al componente de servicios. **Uno** añadió el riesgo de que la inflación de mercancías presente un repunte, revirtiéndose hacia su promedio histórico, y que la inflación de servicios no baje ante presiones internas. **Algunos** subrayaron el riesgo de una mayor depreciación cambiaria. **Uno** agregó la posibilidad de que las afectaciones climáticas pudieran impactar los precios de productos agropecuarios. **Algunos** apuntaron el riesgo de mayores presiones de costos. **Uno** notó la posibilidad de aumentos adicionales en el salario mínimo a principios de 2025. No obstante, **otro** comentó que conforme se acentúe la desaceleración económica, se espera que el traspaso de costos enfrente límites.

Respecto de los riesgos a la baja, **algunos** destacaron la posibilidad de una actividad económica en México o Estados Unidos menor que la anticipada. **Uno** advirtió que, en su opinión, este riesgo ha ganado relevancia. **Otro** añadió que el efecto de la depreciación cambiaria sobre la inflación pudiera ser menor que el previsto, así como el riesgo de un menor traspaso de algunas presiones de costos.

### *Entorno Macrofinanciero*

**La mayoría comentó que desde la última decisión los mercados financieros en México continuaron mostrando volatilidad. Algunos** mencionaron que, sin embargo, esta se ha moderado recientemente. **Uno** añadió que las condiciones de operación mejoraron, lo cual se observó de manera más clara en el mercado de renta fija. **La mayoría destacó que el peso mexicano operó en un rango amplio. Indicó que registró episodios de depreciación, y que dicha depreciación se revirtió parcialmente. Algunos** apuntaron que la volatilidad del tipo de cambio se debió a factores idiosincráticos, así como a la liquidación de posiciones de acarreo frente al yen y a la evolución del proceso electoral en Estados Unidos. **Uno** consideró que los efectos de estos factores fueron parcialmente mitigados por la decisión de política monetaria de la Reserva Federal. **Algunos** argumentaron que en un entorno incierto no pueden descartarse episodios adicionales de volatilidad financiera. **Uno** enfatizó que esta volatilidad podría observarse en los próximos meses, particularmente en noviembre, dado el proceso electoral en Estados Unidos. **Otro** subrayó que se



mantiene el sesgo hacia la depreciación en las expectativas a mediano plazo, la cual podría materializarse tanto por factores idiosincráticos como globales. No obstante, **uno** agregó que el país cuenta con fundamentos sólidos y que el diferencial de tasas de interés ajustado por riesgo continúa siendo uno de los más atractivos. **Otro** consideró que el Instituto Central debe mantenerse vigilante de que los mercados financieros tengan un comportamiento ordenado.

**La mayoría notó que la curva de rendimientos de valores gubernamentales presentó movimientos a la baja, sobre todo en los plazos cortos. Uno** comentó que en el mercado de derivados de tasas de interés se registró un comportamiento similar. Indicó que la trayectoria implícita para la tasa de política monetaria en los swaps de TIE anticipa un nivel de 10.46% para esta decisión, de 10.14% para la decisión de noviembre y de 9.81% para el cierre de año. Resaltó que no se descarta una disminución de 50 puntos base en la decisión de noviembre o diciembre. Agregó que el consenso de los analistas encuestados anticipa un ajuste de 25 puntos base para esta reunión y una tasa de 10.00% para finales de 2024. Observó que las primas por riesgo han exhibido decrementos tanto en los seguros de protección contra incumplimiento como en el diferencial entre las tasas de rendimiento de los bonos emitidos por el Gobierno de México y los del Tesoro norteamericano. Destacó que el mercado accionario no fue ajeno a la incertidumbre y mostró altos niveles de variabilidad. **Otro** afirmó que dicho mercado presentó un desempeño ligeramente negativo, influido por una expectativa de menor crecimiento a nivel local y mayor incertidumbre. Aseveró que las condiciones financieras registraron un apretamiento adicional, ubicándose en su nivel más alto desde octubre de 2022, derivado del comportamiento de variables relacionadas con el mercado cambiario y el riesgo país. Apuntó que el índice de incertidumbre sobre la política económica aumentó significativamente durante agosto y septiembre por factores internos y externos. **Uno** mencionó que, en cuanto a los flujos de capital, se registraron entradas en el mercado de renta fija para todos los plazos.

Con respecto al financiamiento en la economía, **otro** señaló que en julio el dirigido al sector privado no financiero continuó expandiéndose, si bien a un menor ritmo que en meses recientes. Especificó que el financiamiento interno a dicho sector presentó un crecimiento anual de 3.3%, mostrando menor dinamismo que durante 2023. Agregó que en el mismo mes el crecimiento del crédito de la banca

comercial a las empresas, al consumo y a la vivienda también mostró una moderación. En cuanto al riesgo de crédito, notó que los niveles de morosidad se mantienen en niveles bajos y estables.

### **Política Monetaria**

**La Junta de Gobierno evaluó el comportamiento de la inflación y de sus determinantes, así como de las expectativas de inflación. Consideró la naturaleza de los choques que han afectado al componente no subyacente y la previsión de que sus efectos sobre la inflación general sigan disipándose en los siguientes trimestres. Tomó en cuenta la trayectoria que ha seguido el componente subyacente y que se prevé que este continúe descendiendo. Valoró que, si bien el panorama inflacionario aún amerita una postura restrictiva, la evolución que ha presentado implica que es adecuado reducir el grado de apretamiento monetario. Así, con la presencia de todos sus miembros, decidió por mayoría reducir en 25 puntos base el objetivo para la Tasa de Interés Interbancaria a un día a un nivel de 10.50%.**

**Hacia delante, prevé que el entorno inflacionario permita ajustes adicionales a la tasa de referencia. Tomará en cuenta la perspectiva de que los choques globales continuarán desvaneciéndose y los efectos de la debilidad de la actividad económica. 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** considero que las condiciones macroeconómicas y la evaluación prospectiva del entorno inflacionario apuntan a que se debe ajustar nuevamente a la baja la tasa de referencia en 25 puntos base a un nivel de 10.50%. Sostuvo que de esa forma el grado de restricción se moderaría en línea con el panorama inflacionario. Destacó como relevante para esta decisión, primero, que los choques de oferta que presionaron al alza al componente no subyacente se están disipando y que se prevé que lo sigan haciendo. Al respecto, reiteró

que la inflación general ha retomado una trayectoria a la baja y que se anticipa que esta prosiga en los siguientes trimestres. Segundo, indicó el notorio avance en la reducción de la inflación subyacente, la cual refleja mejor la tendencia de mediano plazo de la inflación, así como la perspectiva de que este componente siga descendiendo. Tercero, resaltó que el entorno económico es conducente a que las presiones inflacionarias continúen moderándose. Destacó que el descenso de la inflación externa, especialmente en Estados Unidos, y el debilitamiento de la actividad económica en México seguirán contribuyendo a ello. Consideró que se debe comunicar que hacia delante se prevé que el entorno inflacionario permita seguir reduciendo la tasa de referencia. Subrayó que, ante los niveles en los que ya se encuentra el componente subyacente, se podría evaluar la magnitud de los ajustes. Indicó que, en este proceso, se debe tomar en cuenta 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. A su vez, argumentó que se debe reconocer que se siguen enfrentando presiones inflacionarias, pues los efectos de los choques derivados de la pandemia y del conflicto bélico en Ucrania no se han disipado por completo. En ese sentido, resaltó que se continúa requiriendo de una postura monetaria restrictiva, como la que prevalecería aún después del ajuste propuesto para la tasa de referencia en esta reunión y de los que pudieran implementarse en las siguientes. Externó que es importante reforzar el mensaje de que el Banco de México continuará enfocado en la consecución de su mandato prioritario de procurar la estabilidad del poder adquisitivo de la moneda nacional, considerando que de esta manera se contribuye de la mejor forma al desarrollo nacional.

**Otro miembro** explicó que desde la reunión anterior la inflación general y sus componentes han evolucionado ligeramente mejor a lo anticipado, lo que abre la posibilidad de reducir la restricción monetaria. Expresó que el comunicado debe enfatizar que la reducción propuesta de 25 puntos base a la tasa de referencia refleja que se ha avanzado en la dirección correcta, pero que ello no implica que se ha triunfado en la lucha contra la inflación, ya que persisten riesgos importantes. Señaló la relevancia de comunicar que las decisiones futuras se tomarán con base en la información disponible. Advirtió que en los próximos meses se enfrentará una acentuada incertidumbre por factores externos e internos, por lo que la postura monetaria debe mantenerse lo suficientemente restrictiva para continuar con el proceso de

desinflación. Resaltó el papel que ha desempeñado el tipo de cambio como mecanismo de transmisión de la política monetaria en este proceso. Recordó que bajo un régimen de flotación el traspaso del tipo de cambio puede acotarse si prevalece la confianza del mercado en el compromiso del Instituto Central con su mandato prioritario. Mencionó que, si bien se espera que la debilidad de la actividad económica contribuya al proceso desinflacionario, ello todavía no ha ocurrido. Agregó que la inflación de servicios, que refleja de mejor manera las presiones internas, sigue mostrando resistencia a disminuir, manteniéndose en niveles elevados. Estimó que dicha persistencia podría mantenerse dada la resiliencia del consumo privado. Apuntó que la inflación no subyacente todavía se encuentra por arriba del nivel requerido para lograr la convergencia de la inflación general a la meta. Añadió que no pueden descartarse nuevos choques que la desvíen de su trayectoria prevista a la baja. Consideró que mientras no se consolide una clara tendencia descendente de este componente, el retiro de la restricción monetaria debe hacerse con sumo cuidado. En suma, argumentó que prevalecen importantes riesgos y un elevado nivel de incertidumbre que podrían obstaculizar la desinflación, por lo que las siguientes decisiones deben tomarse con cautela. Estimó que un enfoque de administración de riesgos beneficiará la credibilidad de este Instituto Central en su compromiso con el mandato prioritario y elevará la probabilidad de lograr la convergencia de la inflación a la meta.

**Un miembro** destacó que el panorama inflacionario es consistente con seguir ajustando la tasa de interés. Mencionó que se observa un menor apretamiento de la economía, al tiempo que las distribuciones de las expectativas de inflación de mediano y largo plazos permanecen estables y ancladas. Agregó que la restricción monetaria está bien posicionada para administrar diferentes riesgos. Por otra parte, recalcó que, si bien en los últimos meses ha existido volatilidad en los mercados financieros, diversas métricas muestran una mejora en las condiciones de operación tanto en los mercados de deuda como en el de divisas. Argumentó que debido a ello no se percibe un deterioro en el funcionamiento de los mecanismos de transmisión de la política monetaria, incluyendo el tipo de cambio real multilateral, el cual notó que se encuentra en niveles semejantes a los vistos en 2015. Como consecuencia, consideró que los determinantes de mediano plazo de la inflación sugieren que el proceso de convergencia continuará. Sin embargo, comentó que al ajustar la tasa de

referencia deben cuidarse los siguientes elementos:

- i) que la postura monetaria sea lo suficientemente restrictiva para garantizar la convergencia de la inflación hacia su meta en el horizonte de pronóstico;
- ii) que sea lo más eficiente posible para propiciar movimientos ordenados tanto de la dinámica de precios como de los mercados financieros y de la economía en su conjunto; y
- iii) que permita continuar administrando los riesgos para la inflación en ambos lados del balance.

Externó que a lo largo del ciclo de apretamiento, la respuesta de la tasa de interés fue más que proporcional al alza de la inflación tanto en magnitud como en duración. Añadió que la calibración a la baja, que se inició en marzo de este año, ha sido prudente y gradual, con el fin de conservar una postura monetaria que mitigue los riesgos al alza para la inflación. Señaló que ello ha derivado en un ciclo monetario más lento respecto al que se ha observado en otros episodios. Advirtió que a pesar de la mejoría en el panorama inflacionario no se descartan nuevos eventos de volatilidad que sigan requiriendo de cautela por parte del Instituto Central. Afirmó que si la distribución de riesgos para la inflación continúa progresando puede ser conveniente adoptar una senda de ajustes continuos, los cuales estarían en función de los datos, de tal manera que en todo momento la postura sea consistente con el cumplimiento del mandato constitucional.

**Otro miembro** consideró que, pese a que la inflación general ha retomado una tendencia a la baja, aún se requiere mayor certeza de que el avance en el panorama inflacionario sea significativo antes de reducir la tasa de referencia. Alertó que las expectativas de inflación de largo plazo tienen ya tiempo ancladas en niveles mayores a la meta debido a que en el pasado el Instituto Central no mantuvo posturas restrictivas por el tiempo necesario para consolidar una inflación en 3%. Consideró que, por el contrario, anteriormente se iniciaron prematuramente los recortes a la tasa de referencia y se mantuvieron posturas expansionistas complacientes, siendo que la inflación se ubicaba por encima del objetivo. Al respecto, señaló que en el periodo entre 2009 y 2016 la tasa real ex ante promedió niveles muy cercanos a cero. Opinó que ello contribuyó a que se generara la perspectiva de que el Banco Central estaba satisfecho con una inflación marginalmente menor a 4%. Agregó que en la coyuntura actual la inflación subyacente, que señala la tendencia de mediano plazo de la inflación, se ubica ligeramente por debajo de 4%. Opinó que en consecuencia actualmente el mercado anticipa que se tolerará el nivel de inflación actual hasta fines de 2025 y que, por lo tanto, la tasa se reducirá de

manera continua. Señaló que ahora debe aprovecharse esta nueva oportunidad para evitar mandar el mismo mensaje de complacencia del pasado al confirmar de manera automática y prematura un ciclo de recortes. Argumentó que, por el contrario, se debe evaluar minuciosamente en cada una de las decisiones la certidumbre con la que se cuenta para ajustar la postura monetaria. Externó que debe ponerse énfasis en la inflación subyacente que es susceptible a las acciones de política monetaria, a diferencia de la inflación no subyacente, que además es muy volátil. Alertó que es necesario romper la persistencia de la inflación de servicios para que se pueda lograr una mayor disminución de la inflación subyacente. Comentó que el recorte de la tasa de fondos federales mayor al esperado debe entenderse en el contexto del doble mandato de la Reserva Federal. Opinó que, siendo que el Banco de México tiene un mandato único de inflación, no se debe sobreponderar la evolución de la actividad económica en las decisiones, al tiempo que externó que se requiere más certeza respecto de la direccionalidad y magnitud de la nueva fase en el ciclo económico para valorar una recalibración de la función de reacción. Además, reiteró que la falta de crecimiento en México no proviene de la postura monetaria, sino de otros factores internos y externos. Resaltó la importancia de alcanzar la meta de inflación de 3% pese al escenario adverso que se enfrenta para el resto de este año y para 2025. Indicó que contar con mayor certeza de que la inflación subyacente continúa con su tendencia descendente y de que el panorama inflacionario sigue mejorando permitirá evaluar el grado de restricción monetaria necesario para alcanzar la meta de inflación, sin comprometer la credibilidad del compromiso con el mandato de estabilidad de precios.

**Un miembro** recordó que desde marzo pasado la Junta de Gobierno decidió iniciar los recortes en la tasa de referencia ante el notable progreso en el panorama inflacionario. Destacó la disminución tanto de la inflación general como de la subyacente respecto de sus máximos y un balance de riesgos menos adverso comparado con años anteriores. Comentó que el proceso desinflacionario ha continuado, si bien con riesgos tanto al alza como a la baja, por lo cual en su momento consideró congruente conducir la política monetaria bajo un enfoque de gradualidad. Agregó que desde la decisión de junio, los riesgos a la baja comenzaron a cobrar relevancia, por lo que desde entonces existían argumentos para continuar ajustando la postura monetaria. Afirmó que estos argumentos prevalecen e incluso se han añadido nuevos, por lo que dicho margen se ha ampliado. Destacó: i) que la

inflación subyacente continúa con una tendencia decreciente y que su trayectoria no ha sido comprometida por los choques al componente no subyacente, los cuales comenzaron a revertirse más rápido a lo previsto; ii) que la evolución de la actividad continúa apuntando a una mayor holgura de la economía, pues la brecha del producto se ha cerrado y se anticipa que comience a tornarse negativa hacia finales de este año; iii) que en semanas recientes se ha moderado la volatilidad en la cotización de la moneda nacional, y si bien no podrían descartarse episodios adicionales de depreciación, el riesgo de un mayor traspaso hacia los precios estaría contenido por otros factores, como las condiciones cíclicas de la economía; y iv) que la magnitud del recorte de la Reserva Federal, solo observado en periodos de marcada debilidad económica, brinda márgenes de ajuste en términos de la postura relativa y las señales de desaceleración de su actividad y su mercado laboral tendrán implicaciones adicionales sobre la demanda y las condiciones de holgura esperadas en México. Estimó que el contexto inflacionario permite prever la continuidad en los ajustes al grado de restricción. Agregó que en ausencia de nuevos choques, se podría comenzar a discutir la magnitud de los recortes. Destacó que ante el alto grado de restricción alcanzado, aun con ajustes adicionales, la tasa de referencia continuará siendo restrictiva, lo cual será necesario a lo largo del horizonte de pronóstico. Consideró que continuar ajustando el grado de restricción no solo es oportuno sino necesario para conducir la política monetaria de manera eficiente, al tiempo que se atiendan los riesgos prevalecientes y se tome en cuenta el progreso en el panorama inflacionario, garantizando mantener una postura acorde con la convergencia.

### **3. DECISIÓN DE POLÍTICA MONETARIA**

La Junta de Gobierno evaluó el comportamiento de la inflación y de sus determinantes, así como de las expectativas de inflación. Consideró la naturaleza de los choques que han afectado al componente no subyacente y la previsión de que sus efectos sobre la inflación general sigan disipándose en los siguientes trimestres. Tomó en cuenta la trayectoria que ha seguido el componente subyacente y que se prevé que este continúe descendiendo. Valoró que, si bien el panorama inflacionario aún amerita una postura restrictiva, la evolución que ha presentado implica que es adecuado reducir el grado de apretamiento monetario. Así, con la presencia de todos sus miembros, decidió por mayoría reducir en 25 puntos base el objetivo para la Tasa de Interés Interbancaria a un día a un nivel de 10.50%.

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

### **4. VOTACIÓN**

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

### **5. VOTOS DISIDENTES**

Voto: Jonathan Ernest Heath Constable.

Requerimos paciencia para que la postura monetaria actual tenga el efecto deseado sobre la persistencia en la inflación de servicios. Además, el iniciar un ciclo de relajación monetaria prematuramente pudiera mandar una señal de complacencia y que se está satisfecho con una inflación general elevada. Esto dado que los ajustes a dicha postura en el margen son una señal más relevante que el nivel de la postura per se. Por el momento, necesitamos un poco más de tiempo tanto para confirmar la tendencia que las señales positivas parecieran sugerir, así como para evaluar si necesitamos ajustar nuestra función de reacción ante las condiciones cíclicas y monetarias globales que se avecinan en los próximos meses.

## 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.

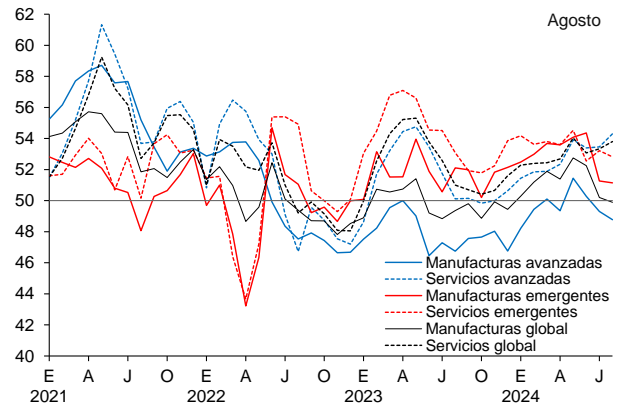
### A.1. Condiciones externas

#### A.1.1. Actividad económica mundial

Durante el tercer trimestre de 2024, la actividad económica mundial se habría expandido a un ritmo similar al observado en el trimestre previo, manteniéndose la heterogeneidad en el ritmo de crecimiento entre países. Lo anterior reflejaría, en general, un crecimiento menor en las economías avanzadas en relación con el segundo trimestre del año y un mayor dinamismo en las economías emergentes. Los índices de gerentes de compras de agosto muestran una divergencia cada vez mayor entre los sectores manufacturero y de servicios. Dichos indicadores sugieren una desaceleración de la actividad manufacturera en las economías emergentes, una continua debilidad de este sector en las economías avanzadas, y un avance en el sector de servicios en el nivel global (Gráfica 1). El comercio mundial de mercancías mostró un avance durante el trimestre que terminó en julio en relación con los tres meses previos. Entre los riesgos globales destacan el agravamiento de las tensiones geopolíticas, la prolongación de las presiones inflacionarias, mayor volatilidad en los mercados financieros y, en menor medida, los retos para la estabilidad financiera.

En Estados Unidos, los indicadores disponibles apuntan a que el crecimiento del Producto Interno Bruto (PIB) en el tercer trimestre de 2024 sería similar al del segundo trimestre, el cual fue de 0.7% a tasa trimestral ajustada por estacionalidad (Gráfica 2).<sup>1</sup> Este desempeño estaría sustentado en la solidez de su demanda interna, principalmente del consumo privado y de la inversión no residencial.

**Gráfica 1**  
**Índice de gerentes de compras de producción y actividad para economías avanzadas, economías emergentes y global**  
Índice de difusión, a. e.<sup>1/</sup>

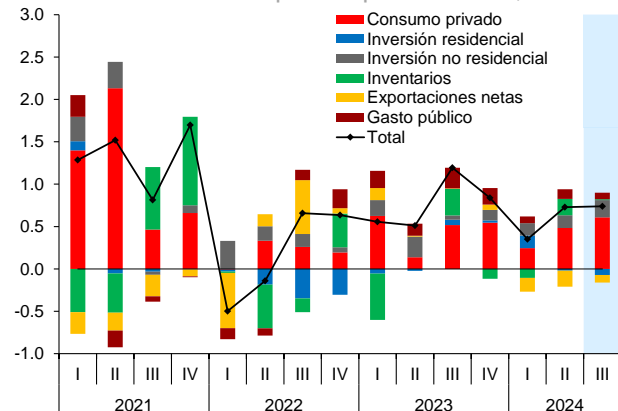


a. e. / Cifras con ajuste estacional.

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

Fuente: IHS Markit.

**Gráfica 2**  
**EUA: PIB real y sus componentes**  
Variación trimestral en por ciento y contribuciones en puntos porcentuales, a. e.



a. e. / Cifras con ajuste estacional.

Nota: el área sombreada hace referencia a los pronósticos del GDPNow de la Reserva Federal de Atlanta al 17 de septiembre.

Fuente: Bureau of Economic Analysis (BEA) y Banco de la Reserva Federal de Atlanta.

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

<sup>1</sup> Expresada como tasa trimestral anualizada y ajustada por estacionalidad, la variación del PIB de Estados Unidos fue de 3.0% en el segundo trimestre de 2024.

La producción industrial en Estados Unidos ha permanecido prácticamente estancada desde el cuarto trimestre de 2022. En agosto, aumentó 0.8% a tasa mensual ajustada por estacionalidad, luego de contraerse 0.9% en julio. El incremento respondió al repunte de 0.9% en el rubro de las manufacturas y de 0.8% en la minería. Por su parte, el sector de generación de electricidad y gas registró un estancamiento respecto del mes anterior. Los índices de gerentes de compras sugieren que la actividad manufacturera en septiembre se mantendría débil.

El mercado laboral en Estados Unidos continuó mostrando señales de relajamiento, acercándose de manera más clara a una situación de mejor balance entre la oferta y la demanda de trabajo. La nómina no agrícola siguió exhibiendo una moderación en su ritmo de expansión. Entre junio y agosto el promedio móvil de tres meses se redujo de 147 a 116 mil nuevas plazas en promedio por mes, considerando que las cifras correspondientes a los meses de junio y julio se revisaron a la baja. El número de plazas vacantes disminuyó de 7.9 millones en junio a 7.7 millones en julio. Este indicador ha mantenido, en general, una tendencia descendente desde mayo de 2022. Por su parte, las solicitudes iniciales del seguro de desempleo, luego de haber exhibido una tendencia al alza desde finales de abril, disminuyeron desde la primera semana de agosto y se ubicaron en 219 mil nuevas solicitudes en la semana que concluyó el 14 de septiembre. La tasa de desempleo se redujo marginalmente de 4.3% en julio a 4.2% en agosto. Finalmente, la variación anual de las remuneraciones promedio por hora pasó de 3.9% en julio a 4.1% en agosto, si bien esta se ha moderado a lo largo del año.<sup>2</sup>

En la zona del euro, se prevé que la actividad económica en el tercer trimestre del año se haya expandido a un ritmo marginalmente mayor al observado en el segundo trimestre.<sup>3</sup> Los indicadores disponibles sugieren que el dinamismo del sector servicios continuaría apoyando la recuperación, en tanto que la actividad manufacturera se mantendría en atonía. En cuanto a su mercado laboral, este continuó mostrando solidez. La tasa de desempleo disminuyó de 6.5% en junio a 6.4% en julio, manteniéndose en niveles históricamente bajos. No obstante, la tasa de plazas vacantes ha disminuido

y se ha acercado a los niveles registrados previo a la pandemia.

Respecto del resto de las principales economías avanzadas, se espera que estas registren una expansión en el tercer trimestre de 2024, aunque la mayoría crecería a un ritmo menor en comparación con el trimestre anterior. Los mercados laborales de este grupo de economías han mostrado, en general, señales en la dirección de relajamiento, si bien se han mantenido sólidos.

Se prevé que la mayoría de las principales economías emergentes haya mostrado un mayor dinamismo en el tercer trimestre del año en relación con el trimestre previo, principalmente en Asia Emergente. En el caso particular de China, se espera que la actividad económica durante el tercer trimestre del año se haya expandido a un ritmo mayor en comparación con el segundo trimestre, en el cual creció 0.7% a tasa trimestral ajustada por estacionalidad.<sup>4</sup> Esta aceleración estaría explicada, principalmente, por el aumento de sus exportaciones. En contraste, las ventas al menudeo, la inversión fija, y la producción industrial continuaron desacelerándose en agosto. En este sentido, la economía china continúa enfrentando importantes desafíos, derivados de la debilidad de su sector inmobiliario y de su demanda interna, así como por las restricciones comerciales y tecnológicas impuestas por algunos países. Ello a pesar de los diversos estímulos que sus autoridades han implementado para impulsar el crecimiento.

Desde la última decisión de política monetaria en México, los precios internacionales de las materias primas exhibieron un comportamiento mixto. Los precios del petróleo registraron cierta volatilidad asociada, en parte, con los conflictos en Medio Oriente y Libia. A partir de septiembre, los precios disminuyeron, en parte, ante la expectativa de una menor demanda por parte de China. Ello a pesar de la decisión de la Organización de Países Exportadores de Petróleo y países aliados (OPEP+) de posponer el incremento de su producción hasta diciembre. Hacia la tercera semana de septiembre, las cotizaciones aumentaron, en cierta medida, por disrupciones en la producción en Texas tras el paso del huracán Francine.

<sup>2</sup> Remuneraciones promedio por hora de producción y empleados no supervisores.

<sup>3</sup> Expresada 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 0.2% en el segundo trimestre. Expresada

como tasa trimestral anualizada y ajustada por estacionalidad, la variación del PIB de la zona del euro fue de 1.3% en el primer trimestre de 2024 y de 0.8% en el segundo trimestre.

<sup>4</sup> Expresada como tasa anual, la variación del PIB de China fue de 4.7% en el segundo trimestre de 2024.



Los precios de referencia del gas natural, en general, aumentaron, si bien mostraron cierta volatilidad. En Asia y en Europa, las cotizaciones registraron presiones al alza debido, en parte, a preocupaciones por el suministro de gas ante los diversos conflictos geopolíticos. En Estados Unidos, el precio se incrementó ante interrupciones en la producción por condiciones climatológicas adversas en ese país.

Las cotizaciones de los granos mostraron un comportamiento diferenciado a lo largo del periodo. Durante las primeras semanas de agosto, los precios disminuyeron debido a la expectativa de una mayor oferta de granos. Sin embargo, a partir de mediados de agosto se revirtió dicha tendencia debido a condiciones climáticas adversas en América y Europa, al tiempo que se registró una expectativa de mayor demanda en diversos países.

Los precios de los metales industriales exhibieron cierta volatilidad desde la última decisión de política monetaria. En el inicio del periodo, los precios fueron impulsados al alza, en parte, por el crecimiento resiliente de la economía estadounidense, aunque dicha tendencia se revirtió parcialmente ante la expectativa de una menor demanda por parte de China. A partir de la segunda semana de septiembre, los precios registraron presiones al alza asociadas con la perspectiva de un relajamiento en las condiciones financieras. En buena medida, dicha expectativa también impulsó al alza los precios de los metales preciosos. Así, el oro alcanzó máximos históricos durante la cuarta semana de septiembre.

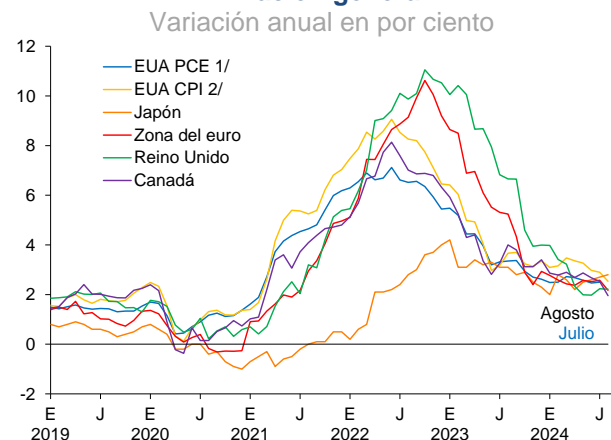
### A.1.2. Política monetaria y mercados financieros internacionales

En varias de las principales economías avanzadas, la inflación general anual disminuyó en su lectura más reciente (Gráfica 3). Ello reflejó menores presiones en el componente no subyacente. Por su parte, la inflación de servicios del componente subyacente exhibió cierta persistencia. En las economías avanzadas la inflación general se ubicó más cerca de los objetivos de sus respectivos bancos centrales, en comparación con lo observado a principios de año.

En Estados Unidos, la inflación general anual medida por el índice de precios al consumidor disminuyó al pasar de 2.9% en julio a 2.5% en agosto, en gran medida, como resultado de una deflación de los precios de los energéticos. Si bien la inflación anual del componente subyacente se mantuvo relativamente estable en 3.2% en julio y agosto, esta se ubica en un nivel menor al registrado

a principios del año. La reducción de la inflación subyacente en lo que va del año ha sido resultado de una menor inflación de los servicios y una mayor deflación de los bienes. Por su parte, la inflación anual del deflactor del gasto en consumo personal ha mostrado progreso hacia el objetivo de 2%, ubicándose en 2.5% en junio y julio, nivel por debajo de los observados previamente en el año. Aunque la inflación anual del componente subyacente se ha mantenido relativamente estable alrededor de 2.6% desde mayo, esta se encuentra por debajo de los niveles registrados en el inicio del año. La disminución que este componente ha mostrado en lo que va del año ha reflejado una reducción en la inflación anual de los servicios.

**Gráfica 3**  
**Economías avanzadas seleccionadas:**  
**inflación general**



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

2/ Se emplea el índice de precios al consumidor (CPI).

Nota: Las series incluyen información hasta agosto de 2024, excepto para el caso de Estados Unidos (PCE), cuyo último dato disponible corresponde a julio de 2024.

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 la zona del euro, la inflación general anual se redujo de 2.6% en julio a 2.2% en agosto, luego de exhibir cierta resistencia a disminuir en meses previos. La caída reciente reflejó una deflación de los precios de los energéticos y una reducción moderada de la inflación anual del componente subyacente. Este último se ubicó en 2.8% en agosto, después de mantenerse prácticamente sin cambio en 2.9% en los tres meses previos.

Los pronósticos de inflación elaborados por analistas prevén que la inflación general de varias de las principales economías avanzadas se ubique al cierre de 2024 en niveles similares a los actuales, y que a lo largo de 2025 continúe la convergencia hacia los objetivos de inflación de sus bancos centrales. Por

su parte, las expectativas de inflación de mayor plazo derivadas de instrumentos financieros para algunas de estas economías exhibieron una ligera disminución respecto de las expectativas registradas en la primera semana de agosto. Las expectativas de inflación tanto de corto como de largo plazo se mantienen en niveles por encima de los objetivos de inflación en varias de las economías avanzadas.

En las economías emergentes, el comportamiento reciente de la inflación general anual registró heterogeneidad. En varios países se observaron incrementos, en parte, ante un alza en la inflación de los energéticos y de los alimentos, la cual se ha revertido en algunos casos en lecturas recientes. A pesar de lo anterior, la inflación general se ubicó dentro del intervalo de variabilidad considerado por cada instituto central en un amplio número de estas economías.

En este entorno, desde la última decisión de política monetaria en México los bancos centrales de las principales economías avanzadas y emergentes realizaron ajustes de política monetaria de manera diferenciada, considerando las circunstancias específicas de cada país.

En las principales economías avanzadas, varios de los bancos centrales continuaron adoptando una postura monetaria menos restrictiva al disminuir sus tasas de referencia y continuar con la reducción gradual de sus tenencias de valores. Destaca que la Reserva Federal de Estados Unidos recortó por primera vez desde 2020 la tasa de fondos federales en su decisión de septiembre. De igual forma, el Banco de Nueva Zelandia comunicó en agosto su primer recorte en más de cuatro años, mientras que el Banco de Canadá disminuyó en septiembre su tasa de política monetaria por tercer mes consecutivo. El Banco Central Europeo también anunció una disminución en sus tasas de interés en septiembre, después de haberlas mantenido sin cambio en julio. Otros institutos centrales las mantuvieron sin cambio. Uno de ellos fue el Banco de Inglaterra, luego de haber recortado anteriormente. Adicionalmente, el Banco de Japón determinó no realizar ajustes a su tasa de referencia

en su decisión más reciente, después de haberla aumentado en meses previos.<sup>5</sup>

En mayor detalle, en su reunión de septiembre, la Reserva Federal de Estados Unidos redujo el rango objetivo para la tasa de fondos federales en 50 puntos base (pb), luego de haberlo mantenido sin cambios por ocho decisiones consecutivas. El rango objetivo se ubica actualmente entre 4.75 y 5.0%. El Comité Federal de Mercado Abierto (*FOMC*) señaló que ha ganado mayor confianza en que la inflación está convergiendo de manera sostenida al objetivo del 2% y que los riesgos para lograr sus metas de empleo e inflación se encuentran relativamente balanceados. Adicionalmente, comentó que al considerar ajustes adicionales al rango objetivo de la tasa de fondos federales evaluará cuidadosamente la nueva información y la evolución de las perspectivas y el balance de riesgos. Asimismo, reiteró su compromiso de regresar la inflación a su objetivo de 2% y añadió que apoyará el máximo empleo. Adicionalmente, la Reserva Federal continuó con la reducción del tamaño de su hoja de balance.

En conferencia de prensa, el presidente de dicha institución señaló que el ajuste de su postura monetaria ayudará a mantener la solidez de la economía y del mercado laboral, además de que seguirá permitiendo un mayor avance en la inflación al haber iniciado el proceso de transición hacia una postura más neutral. Sin embargo, comentó que no siguen ninguna trayectoria preestablecida de política monetaria y que tomarán decisiones evaluando las condiciones en cada reunión. Detalló que si la economía se mantuviera sólida y la inflación mostrara persistencia podrían reducir más lentamente la política monetaria restrictiva. Por el contrario, si el mercado laboral se debilitara de manera inesperada o la inflación cayera más rápidamente de lo previsto, el Comité estará preparado para responder. Señaló que los pronósticos del Comité respecto de la tasa de fondos federales son una referencia y que sus decisiones dependerán de la evolución de la economía, detallando que, si es apropiado, pueden ir más rápido, más lento o hacer una pausa en la recalibración de su política monetaria. Afirmó que no

---

<sup>5</sup> En su reunión de septiembre, el Banco de Japón mantuvo su tasa de referencia alrededor de 0.25%, ello luego de haberla aumentado previamente en sus decisiones de marzo y julio. Dicho banco central indicó que persiste elevada incertidumbre en torno a la actividad económica y los precios del país, incluyendo la evolución de la actividad económica y los precios en el extranjero, el comportamiento de los precios de las materias primas y la forma en que las empresas del país fijan los salarios y los precios. Señaló que es necesario prestar atención a la evolución de los

mercados financieros y cambiarios, al igual que a su impacto en la actividad económica y los precios del país. El presidente de dicha institución señaló que si se cumplen sus previsiones económicas y de precios aumentarán las tasas de interés y ajustarán, en consecuencia, el grado de apoyo monetario. Adicionalmente, indicó que el riesgo de una inflación excesiva como resultado del aumento de los precios de las importaciones ha disminuido significativamente y que tienen algo de tiempo para decidir sobre su política monetaria.

se debería suponer que 50 pb será el nuevo ritmo de recortes hacia delante.

Respecto de los ajustes a los pronósticos del Comité, entre junio y septiembre, la mediana de las previsiones de inflación general medida por el deflactor del gasto en consumo personal se revisó a la baja de 2.6 a 2.3% para el cierre de 2024, de 2.3 a 2.1% para el de 2025 y permaneció en 2.0% para el de 2026. Asimismo, la mediana de los pronósticos de crecimiento del PIB se revisó a la baja para el cierre de 2024 de 2.1 a 2.0%. La de desempleo se revisó al alza de 4.0 a 4.4% para el cierre de 2024, de 4.2 a 4.4% para el cierre de 2025 y de 4.1 a 4.3% para el cierre de 2026. El Comité ajustó a la baja la mediana de sus expectativas para la tasa de fondos federales para el cierre de 2024 de 5.1 a 4.4%, sugiriendo 50 pb adicionales de recortes durante el año en curso. De igual manera, la expectativa para el cierre de 2025 se revisó de 4.1 a 3.4%, lo cual implica 100 pb de recortes adicionales en 2025 respecto del cierre de 2024. Para el cierre de 2026, la expectativa también disminuyó, en este caso de 3.1 a 2.9%, es decir, se anticipan 50 pb en recortes adicionales en dicho año. Por su parte, la expectativa de tasa en el largo plazo se revisó al alza de 2.8 a 2.9%.

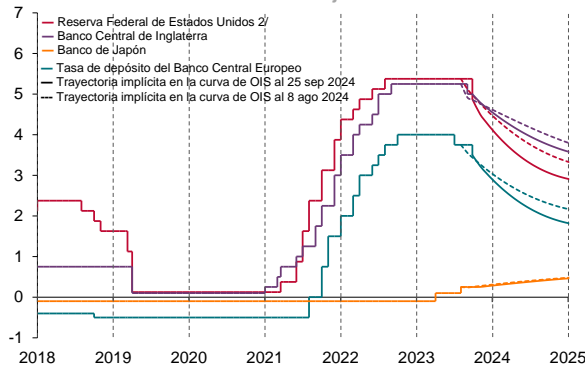
El Banco Central Europeo recortó sus tasas de referencia en su decisión de septiembre. Disminuyó en 25 pb las tasas de depósitos y de préstamos, y en 60 pb la tasa de refinanciamiento, ubicándolas en 3.50, 3.90 y 3.65%, respectivamente. Su Consejo de Gobierno reiteró que conservará las tasas de referencia en niveles suficientemente restrictivos durante el tiempo que sea necesario con el fin de garantizar que la inflación regrese pronto a su objetivo. Comunicó nuevamente que continuará con un enfoque dependiente de los datos económicos y financieros para determinar la duración y el nivel apropiado de dicha restricción. La presidenta de dicha institución precisó en la conferencia de prensa que, si bien la trayectoria futura de las tasas de referencia es evidentemente descendente, no está predeterminada, ni en términos de secuencia ni de magnitud de los recortes. En relación con el Programa de Emergencia por la Pandemia (*PEPP*), el Consejo de Gobierno continuará con la reducción de la cartera en un promedio de 7,500 millones de euros al mes, previendo interrumpir las reinversiones a finales de 2024.

En las principales economías emergentes, algunos institutos centrales, principalmente de la región de América Latina, continuaron recortando sus tasas de interés. Por su parte, los bancos centrales de Sudáfrica, Filipinas e Indonesia disminuyeron sus tasas por primera vez en más de tres años. En China, luego de que su banco central anunciara el recorte de varias de sus tasas de interés de referencia en julio, determinó no realizar ajustes en agosto. No obstante, en septiembre el gobernador de dicho banco central dio a conocer un paquete de medidas de estímulo monetario, así como de apoyo al sector inmobiliario y mercado de valores. En particular: i) redujo en 30 pb la tasa de su facilidad de préstamos de mediano plazo (*MLF*); ii) anunció que reduciría en 20 pb la tasa de interés de las operaciones de recompra inversa de siete días; iii) señaló que disminuiría entre 20 y 25 pb las tasas preferenciales de préstamos (*LPR*) y la de depósitos; y, iv) que recortaría en 50 pb la razón de requerimientos de reservas (*RRR*). Mencionó que esta última podría reducirse aún más, posiblemente entre 25 y 50 pb en lo que resta del año. Por su parte, algunos otros bancos centrales continuaron sin realizar ajustes a sus tasas de referencia. En contraste, el Banco de Brasil aumentó en septiembre su tasa de interés en 25 pb, después de haberla recortado por última vez en mayo. Adicionalmente, recientemente el banco central de Rusia incrementó en 100 pb su tasa de referencia, luego de haberla aumentado 200 pb en su decisión de julio.

Respecto de las acciones futuras, los institutos centrales reiteraron, en general, que los ajustes hacia delante de sus tasas de referencia continuarán dependiendo de la información económica y sus implicaciones para el panorama inflacionario. Algunos anticipan que las tasas de referencia permanezcan en niveles restrictivos por cierto tiempo y comunicaron que se encuentran preparados para realizar ajustes adicionales en caso de ser necesario para regresar la inflación a su nivel objetivo. Algunos sugirieron que adoptar un enfoque gradual para reducir la restricción de la política monetaria pudiera ser adecuado dependiendo de la evolución de las condiciones económicas. En cuanto a las expectativas de mercado para las tasas de política monetaria de las principales economías avanzadas, las tasas de interés implícitas en las curvas de *swaps* (*OIS*) para el cierre de 2024 se revisaron a la baja para algunas economías respecto del nivel previsto en la primera semana de agosto (Gráfica 4). En el caso de Estados Unidos, el nivel

que se anticipa para la tasa de fondos federales al cierre de 2024 disminuyó de 4.34 a 4.1% de acuerdo con la información del mercado de futuros de la tasa de fondos federales. Los niveles esperados para las tasas de referencia al cierre de 2024 para la zona del euro y Japón se mantuvieron alrededor de 3.0 y 0.3%, respectivamente, en la misma comparación.

**Gráfica 4**  
**Tasas de referencia y trayectorias implícitas en curvas OIS<sup>1/</sup>**  
 Porcentaje



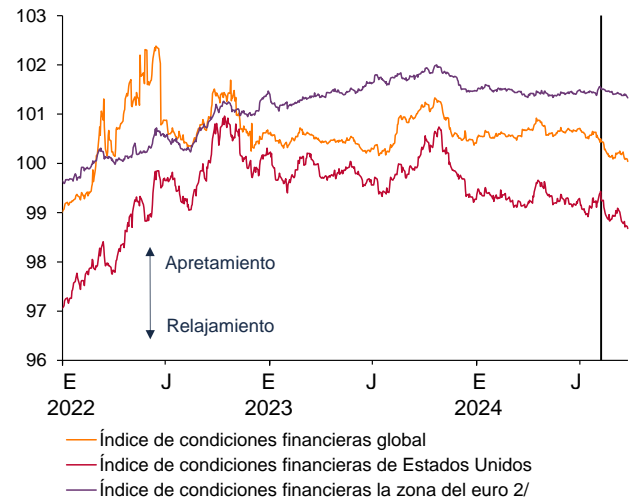
1/ OIS: Swap de tasa de interés fija por flotante en donde esta última está ligada a la referencia efectiva a un día.  
 2/ Para la tasa de referencia observada de Estados Unidos se utiliza la tasa de interés promedio del rango objetivo de la tasa de fondos federales.  
 Fuente: Bloomberg.

En este entorno, desde la última decisión de política monetaria, las condiciones financieras internacionales exhibieron un relajamiento (Gráfica 5). Asimismo, después del marcado incremento en la volatilidad que se observó durante julio y la primera semana de agosto, esta fue disminuyendo. No obstante, en septiembre se registró un aumento transitorio en la volatilidad debido, en parte, a la publicación de datos de empleo en Estados Unidos que dieron lugar a expectativas sobre una posible moderación en el ritmo de crecimiento de dicha economía.

Respecto de las tasas de largo (10 años) y mediano (2 años) plazo, estas registraron disminuciones en la mayoría de las principales economías avanzadas y emergentes (Gráfica 6). A partir de la segunda semana de septiembre, la pendiente de la curva de rendimientos en Estados Unidos (definida como el diferencial entre las tasas de bonos

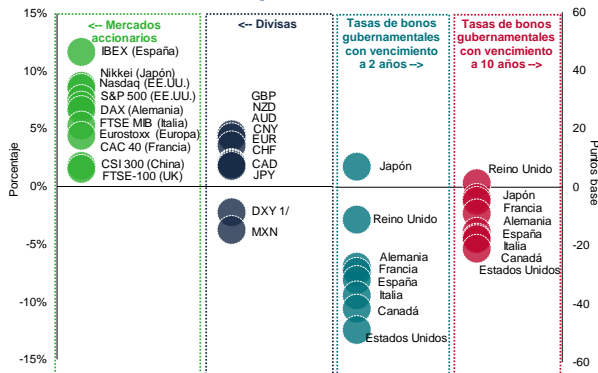
gubernamentales de 10 y 2 años) se ubicó en niveles positivos, después de haber estado en terreno negativo desde julio del 2022. Los mercados accionarios de la mayoría de las economías avanzadas y emergentes presentaron ganancias tras las caídas registradas a finales de julio y la primera semana de agosto. En el caso particular de China, se observaron pérdidas, causadas, en parte, por una menor confianza entre los inversionistas sobre el crecimiento de su economía, si bien estas se revirtieron a finales de septiembre ante los estímulos anunciados por el banco central de China y otras agencias de gobierno. En cuanto a los mercados cambiarios, el dólar estadounidense se debilitó frente a la mayoría de las monedas de países avanzados y emergentes (Gráfica 7). Finalmente, desde la última decisión de política monetaria se registraron entradas netas de flujos de capital a economías emergentes tanto en activos de renta variable como de renta fija.

**Gráfica 5**  
**Índice de condiciones financieras<sup>1/</sup>**  
 Unidades



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

**Gráfica 6**  
Variación de indicadores financieros  
seleccionados del 8 de agosto  
al 25 de septiembre 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 2 de agosto de 2024  
Porcentaje, puntos base

Región	Pais	Divisas	Bolsas	Tasas de interés 2A	Tasas de interés 10A	CDS
América Latina	México	-1.17%	-0.10%	-64	-47	0
	Brasil	3.03%	3.59%	68	38	-13
	Chile	2.82%	0.41%	18	-61	-8
	Colombia	-0.54%	0.30%	-40	-62	-2
	Perú	-0.56%	2.76%	-50	-69	-3
Europa emergente	Rusia	-8.80%	-4.83%	194	82	N.D.
	Polonia	2.40%	0.27%	-7	20	0
	Turquía	-2.81%	-5.33%	98	56	-16
	Rep. Checa	2.95%	0.83%	-20	5	-2
Hungría	2.76%	1.58%	7	2	1	
Asia	China	1.63%	-5.38%	-12	-8	-5
	Malasia	6.54%	3.37%	-2	0	-7
	India	0.23%	4.87%	-13	-14	4
	Filipinas	3.67%	12.29%	-35	-50	-10
	Tailandia	6.64%	10.27%	-13	-9	-7
Indonesia	6.17%	6.40%	-35	-40	-8	
África	Sudáfrica	5.29%	5.06%	-26	-64	-18

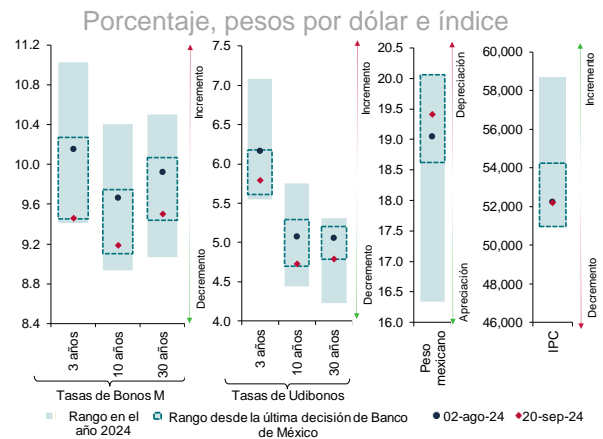
Nota: Un movimiento positivo en las divisas indica apreciación. Las tasas de interés mostradas corresponden a los bonos gubernamentales en los plazos especificados, con excepción de Hungría, donde se utilizó la tasa de interés del bono gubernamental de tres años. Por otro lado, para Filipinas se utilizó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

## A.2. Evolución de la economía mexicana

### A.2.1. Mercados en México

Desde la última decisión de política monetaria, los mercados financieros nacionales presentaron un desempeño diferenciado por tipo de activo. La cotización del peso mexicano frente al dólar registró una moderada depreciación, si bien el periodo estuvo caracterizado por episodios de elevada volatilidad. Por su parte, las tasas de interés mostraron caídas generalizadas, particularmente en los bonos de menor plazo (Gráfica 8).

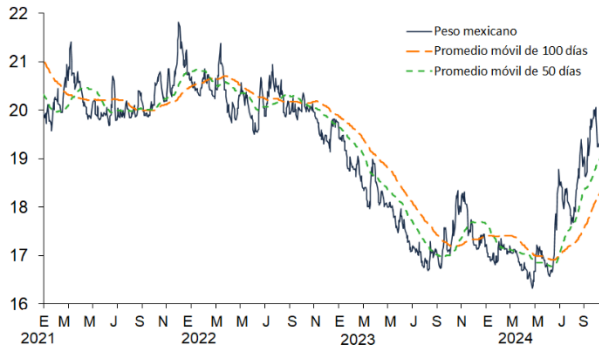
**Gráfica 8**  
Desempeño y condiciones de operación  
de mercados mexicanos  
Porcentaje, pesos por dólar e índice



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

La moneda nacional presentó una depreciación de 1.17% provocada por varios factores, tales como la liquidación de posiciones de acarreo frente al yen, la evolución del panorama electoral y las expectativas de política monetaria en Estados Unidos, y factores idiosincráticos. Durante el periodo, operó en un rango entre 18.60 y 20.25 pesos por dólar desde la última decisión de política monetaria (Gráfica 9). Este comportamiento ocurrió en un entorno caracterizado por un deterioro en las condiciones de operación realizadas e implícitas en instrumentos de mercado.

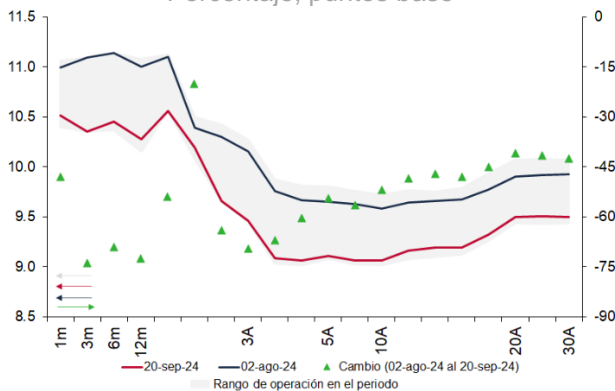
**Gráfica 9**  
**Tipo de cambio del peso mexicano**  
Pesos por dólar



Fuente: Banco de México.

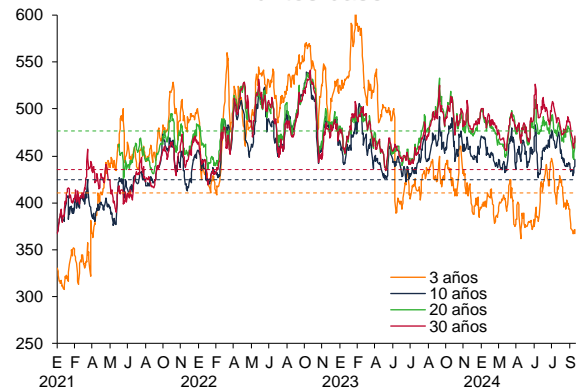
Las tasas de interés de los valores gubernamentales disminuyeron a lo largo de toda la curva, destacando el movimiento de hasta 70 pb en los bonos de corto plazo (Gráfica 10). Los rendimientos de instrumentos a tasa real mostraron disminuciones de hasta 60 pb en la parte corta y media de la curva. En este contexto, las primas de compensación por inflación y riesgo inflacionario implícitas en los diferenciales entre las tasas nominales y reales de instrumentos de mercado registraron decrementos (Gráfica 11). A pesar del comportamiento descrito, el mercado de renta fija mostró un ligero deterioro en sus condiciones de operación debido a un aumento en la volatilidad durante el periodo.

**Gráfica 10**  
**Curva de rendimiento de valores gubernamentales a tasa nominal**  
Porcentaje, puntos base



Fuente: Proveedor Integral de Precios (PIP).

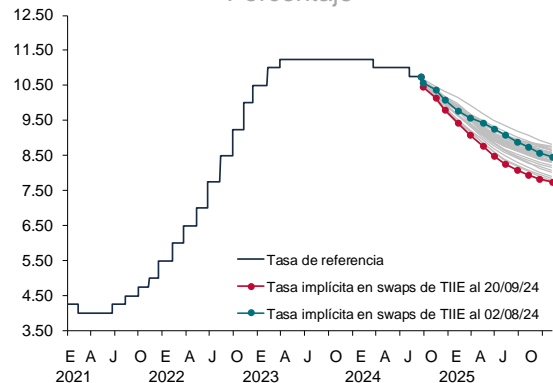
**Gráfica 11**  
**Compensación por inflación y riesgo inflacionario implícita en las curvas de tasas de valores gubernamentales**  
Puntos base



Fuente: Proveedor Integral de Precios (PIP).

En lo que concierne a las expectativas para la trayectoria de la tasa de referencia de política monetaria, la información implícita en la curva de swaps de tasas de interés incorpora una elevada probabilidad de una disminución de la tasa objetivo en la decisión de septiembre de 2024. Asimismo, presenta una expectativa de un nivel de 9.81% y de 7.85% en la tasa objetivo para los cierres de 2024 y 2025, respectivamente (Gráfica 12). En línea con la información implícita en la curva de swaps de tasas de interés, el consenso de los analistas encuestados por Citibanamex anticipa un recorte de 25 pb en la reunión de septiembre y una tasa de 10.00% al cierre de año.

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



Nota: Las líneas grises representan las curvas implícitas diarias desde la última decisión de política monetaria.  
Fuente: Proveedor Integral de Precios (PIP).

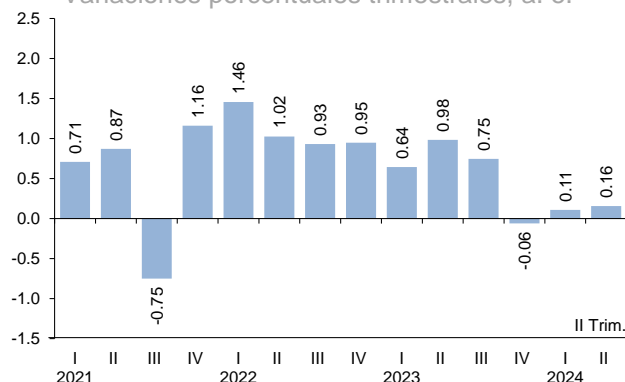


## A.2.2. Actividad económica en México

En el segundo trimestre de 2024 prevaleció la debilidad que la actividad económica nacional ha exhibido desde finales de 2023 (Gráfica 13). Ello en un contexto de elevada incertidumbre por factores externos e internos.

**Gráfica 13**  
**Producto Interno Bruto**

Variaciones porcentuales trimestrales, a. e.



a. e. / Cifras con ajuste estacional.

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

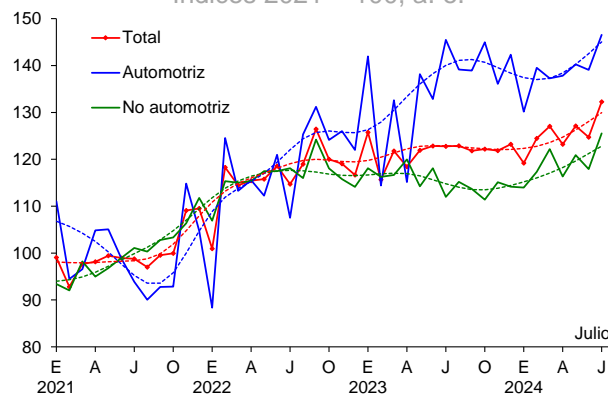
En lo que respecta a la evolución de la demanda interna, en el periodo abril-junio de 2024 persistió la debilidad del consumo. Si bien el consumo de bienes y servicios de origen nacional hiló dos aumentos mensuales, estos fueron insuficientes para revertir la contracción registrada en abril. A su vez, el consumo de bienes de origen importado acumuló tres meses con caídas, aunque se mantuvo en niveles altos. En el mismo periodo, la inversión fija bruta avanzó, si bien con un menor dinamismo respecto de lo observado los tres primeros trimestres de 2023. En junio, la inversión en construcción revirtió parcialmente la recuperación exhibida en los meses previos. Por su parte, la inversión en maquinaria y equipo siguió presentando atonía. En cuanto a la demanda externa, en julio de 2024 el valor de las exportaciones manufactureras tanto automotrices como no automotrices repuntó (Gráfica 14).

Por el lado de la producción, luego de la debilidad registrada en el segundo trimestre del año, en julio la actividad económica mostró cierta mejoría (Gráfica 15). Las actividades primarias repuntaron

significativamente, situándose en su nivel más alto desde que se tiene registró (Gráfica 16). A su vez, la actividad industrial continuó presentando una moderada mejoría respecto de la debilidad observada entre el último trimestre de 2023 y los primeros cuatro meses de 2024 (Gráfica 17). En su interior, la construcción exhibió una tendencia positiva en meses recientes, en tanto que las manufacturas se mantuvieron débiles. Por su parte, los servicios se expandieron, luego del estancamiento observado en junio, si bien manteniéndose un comportamiento heterogéneo entre sus sectores.

**Gráfica 14**  
**Exportaciones manufactureras**

Índices 2021 = 100, a. e.

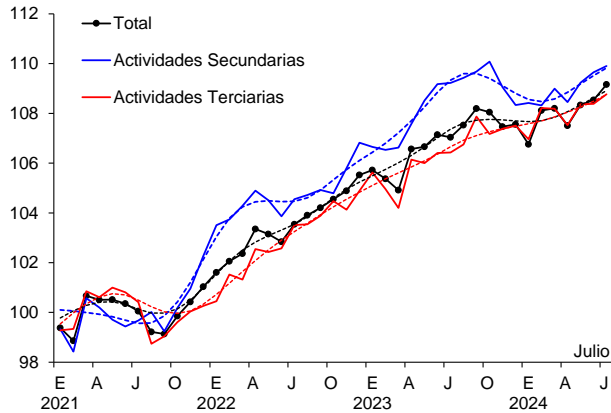


a. e. / Serie con ajuste estacional y serie de tendencia basadas en información en dólares nominales. La primera se representa con la línea sólida y la segunda con la punteada.

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

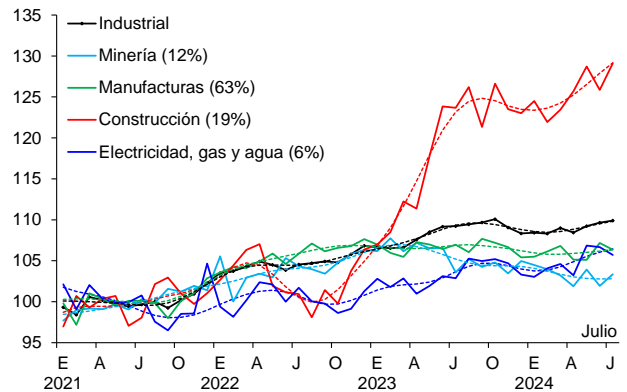
En cuanto a la posición cíclica de la economía, en el segundo trimestre del año la estimación de la brecha del producto, que venía tornándose cada vez menos positiva ante la debilidad de la actividad económica, se cerró (Gráfica 18). En julio de 2024, las tasas de desocupación nacional y urbana disminuyeron en su comparación mensual, si bien permanecieron en niveles históricamente bajos (Gráfica 19). En agosto, se acentuó la pérdida de dinamismo en el ritmo de creación de empleo formal afiliado al IMSS. Por último, en julio de 2024 el costo unitario de la mano de obra en el sector manufacturero se mantuvo en niveles elevados (Gráfica 20).

**Gráfica 15**  
**Indicador Global de la Actividad Económica**  
 Índices 2021 = 100, a. e.



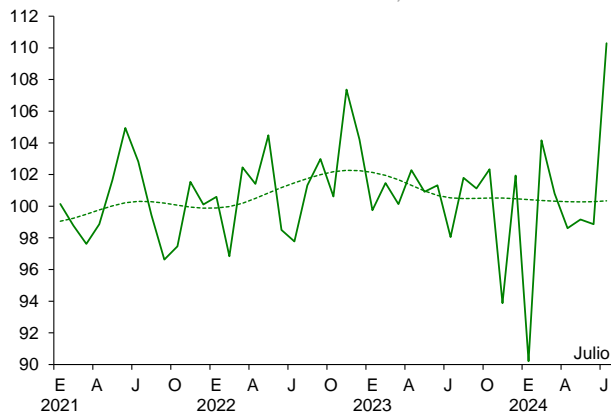
a. e. / Serie con ajuste estacional y serie de tendencia. La primera se representa con la línea sólida y la segunda con la punteada.  
 Fuente: Sistema de Cuentas Nacionales de México (SCNM), INEGI.

**Gráfica 17**  
**Actividad industrial<sup>1/</sup>**  
 Índices 2021 = 100, a. e.



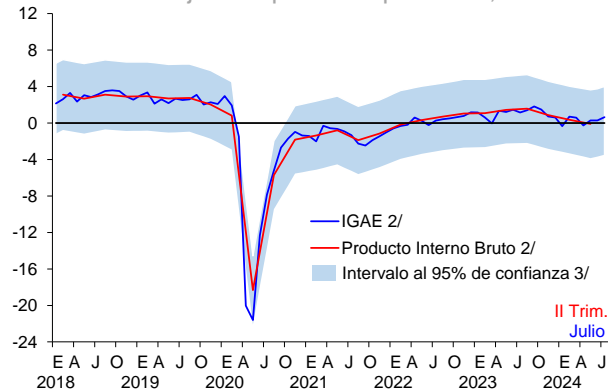
a. e. / Serie con ajuste estacional y serie de tendencia. La primera se representa con la línea sólida y la segunda con la punteada.  
 1/ Las cifras entre paréntesis corresponden a su participación en el total en 2018.  
 Fuente: Sistema de Cuentas Nacionales de México (SCNM), INEGI.

**Gráfica 16**  
**IGAE: Actividades primarias**  
 Índices 2021 = 100, a. e.



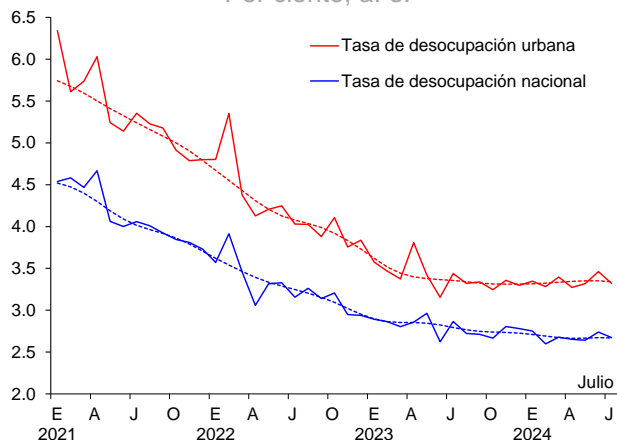
a. e. / Serie con ajuste estacional y serie de tendencia. La primera se representa con la línea sólida y la segunda con la punteada.  
 Fuente: Sistema de Cuentas Nacionales de México (SCNM), INEGI.

**Gráfica 18**  
**Estimaciones de la brecha del producto<sup>1/</sup>**  
 Porcentajes del producto potencial, a. e.



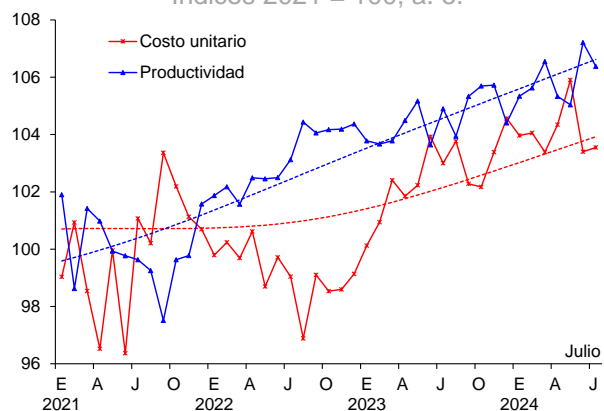
a. e. / Elaboración a partir de cifras con ajuste estacional.  
 1/ Estimadas con el filtro de Hodrick-Prescott con corrección de colas; ver Banco de México (2009), "Informe sobre la Inflación, Abril-Junio 2009", pág.74.  
 2/ Cifras del PIB al segundo trimestre de 2024 y del IGAE a julio de 2024.  
 3/ Intervalo de confianza de la brecha del producto calculado con un método de componentes no observados.  
 Fuente: Elaboración de Banco de México con información del INEGI.

**Gráfica 19**  
**Tasas de desocupación nacional y urbana**  
 Por ciento, a. e.



a. e. / Serie con ajuste estacional y serie de tendencia. La primera se representa con la línea sólida y la segunda con la punteada.  
 Fuente: Elaboración de Banco de México con información de la ENOE, INEGI.

**Gráfica 20**  
**Productividad y costo unitario de la mano de obra en el sector manufacturero<sup>1/</sup>**  
 Índices 2021 = 100, a. e.



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

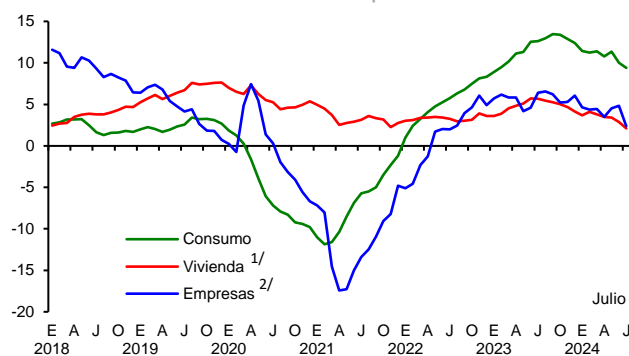
En julio de 2024, el financiamiento interno al sector privado siguió exhibiendo una moderación en su ritmo de crecimiento respecto del dinamismo que presentó a lo largo de 2023. En su interior, el crédito de la banca comercial a las empresas mostró una

reducción en su tasa anual de crecimiento real respecto del mes previo (Gráfica 21). Asimismo, el otorgamiento de préstamos por parte de la banca comercial a los hogares continuó disminuyendo su ritmo de expansión.

En lo relacionado con el costo de financiamiento, las tasas de interés del crédito bancario a las empresas permanecieron en niveles elevados en julio de 2024, pese a que mostraron cierta reducción respecto del mes previo. Por su parte, los márgenes de intermediación del crédito no mostraron cambios significativos en el mes. En cuanto al crédito a la vivienda, las tasas de interés bancarias se mantuvieron en un nivel similar al observado antes de la pandemia. Por último, en lo correspondiente al crédito de la banca comercial al consumo, en abril de 2024 las tasas de interés en el segmento continuaron situándose en niveles relativamente elevados, si bien disminuyeron ligeramente en algunas carteras.

En cuanto a la calidad de la cartera, los índices de morosidad del crédito bancario a empresas y a hogares no registraron cambios significativos en el mes de julio, de manera que continuaron ubicándose en niveles bajos. En el segmento de consumo, dicho indicador ha frenado en meses recientes la tendencia ascendente que registró en la segunda mitad de 2023.

**Gráfica 21**  
**Crédito vigente de la banca comercial al sector privado**  
 Variación anual en por ciento



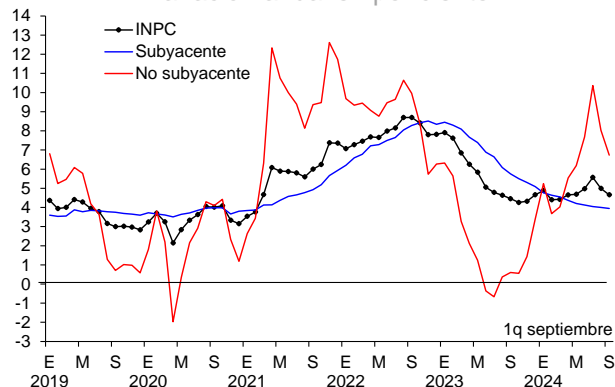
1/ Cifras ajustadas por traspasos y reclasificaciones de créditos en cartera directa e incorporación de algunas sofomes reguladas a la estadística de crédito.

2/ Cifras ajustadas por efecto cambiario.  
 Fuente: Banco de México.

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

Entre julio y la primera quincena de septiembre de 2024, la inflación general anual disminuyó de 5.57 a 4.66%. Este desempeño fue resultado, principalmente, del descenso de la inflación no subyacente ante cierta reversión de los choques de oferta que la habían afectado. Por su parte, en el lapso referido, la inflación subyacente mantuvo una trayectoria descendente (Gráfica 22 y Cuadro 1).

**Gráfica 22**  
**Índice Nacional de Precios al Consumidor**  
Variación anual en por ciento



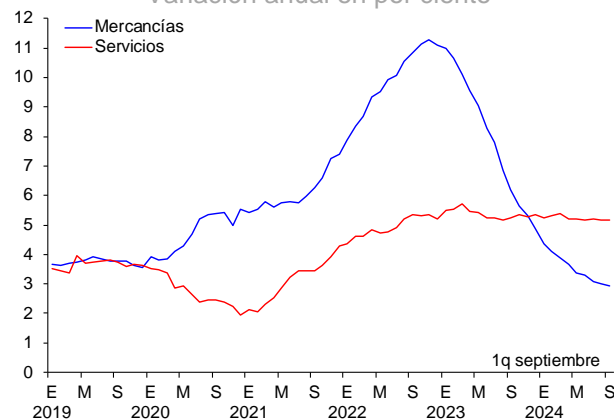
Fuente: INEGI.

La inflación subyacente anual pasó de 4.05 a 3.95% entre julio y la primera quincena de septiembre de 2024. En su interior, la inflación anual de las mercancías se redujo en esas fechas de 3.09 a 2.94% (Gráfica 23). Este resultado estuvo influido por la disminución de 4.03 a 3.95% en la inflación anual de las mercancías alimenticias y de 1.95 a 1.69% en la de las no alimenticias (Gráfica 24). Por su parte, la inflación anual de los servicios continuó en niveles elevados sin exhibir una clara tendencia descendente. En dicho lapso pasó de 5.22 a 5.15%.

Entre julio y la primera quincena de septiembre de 2024, la inflación no subyacente anual se redujo de 10.36 a 6.73%, al desvanecerse parcialmente los efectos de los choques que habían presionado a la inflación de los agropecuarios y a la de los energéticos (Gráfica 25 y Cuadro 1). Entre las fechas señaladas, la inflación anual de los

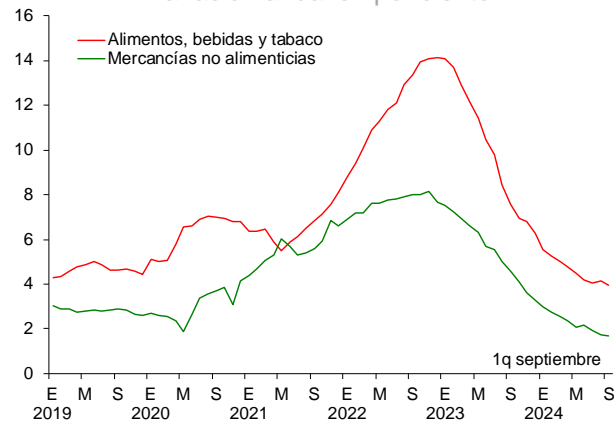
agropecuarios disminuyó de 13.72 a 6.50%. La de las frutas y verduras descendió de 23.55 a 7.15%. Por su parte, la inflación anual de los productos pecuarios pasó de 5.36 a 5.08% en la misma comparación. En cuanto a la inflación anual de los energéticos, esta se redujo de 9.17 a 7.92% en igual lapso, influida, principalmente, por el descenso de 25.61 a 19.41% en la variación anual del precio del gas L.P.

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



Fuente: INEGI.

**Gráfica 24**  
**Subíndice subyacente de las mercancías**  
Variación anual en por ciento



Fuente: INEGI.

**Gráfica 25**  
**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 julio y agosto de 2024 la mediana correspondiente a las previsiones de la inflación general al cierre de 2024 aumentó de 4.58 a 4.64%, mientras que la correspondiente al componente subyacente disminuyó de 3.97 a 3.90%. Esta última expectativa ha venido ajustándose a la baja desde marzo de 2024, cuando se ubicó en 4.15%. Por su parte, las expectativas de inflación al cierre de 2025 tuvieron movimientos acotados. La mediana para el índice general pasó de 3.83 a 3.80% y la del componente subyacente de 3.71 a 3.72%. A su vez, la mediana de las expectativas de la inflación general para los

siguientes cuatro años aumentó de 3.70 a 3.75%, mientras que la de inflación subyacente pasó de 3.64 a 3.62%. Las medianas de las expectativas de inflación general y subyacente para el largo plazo (5 a 8 años) permanecieron estables, ubicándose en 3.60 y 3.50%, respectivamente. Finalmente, la compensación por inflación y riesgo inflacionario disminuyó respecto del nivel observado en la última decisión. En su interior, tanto las expectativas de inflación implícitas en instrumentos de mercado como la prima por riesgo inflacionario disminuyeron.

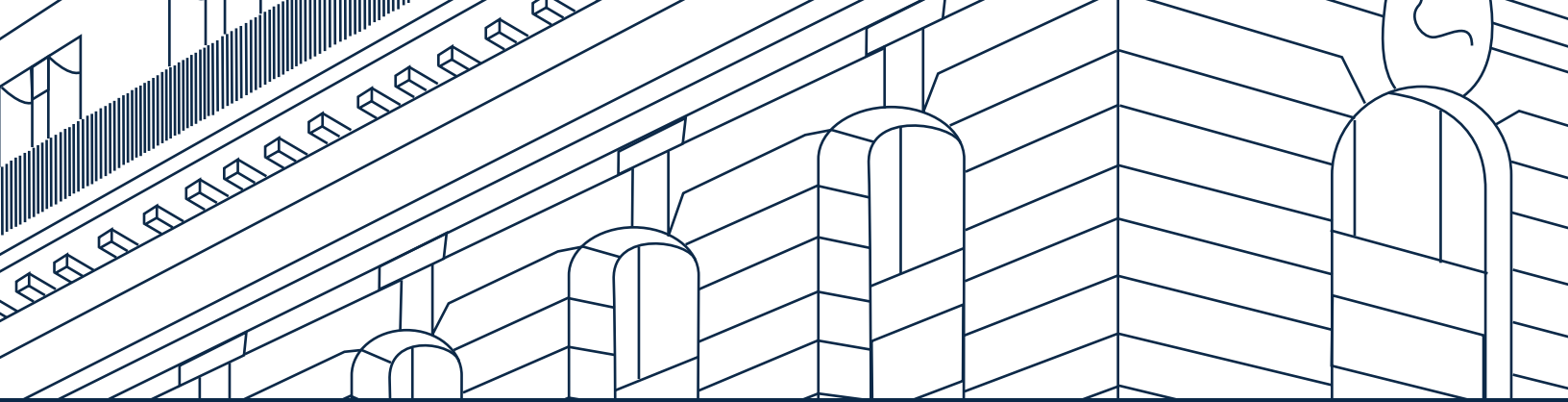
Se sigue esperando que la inflación general converja a la meta en el cuarto trimestre de 2025. Esta previsión está sujeta a riesgos. Al alza: i) persistencia de la inflación subyacente; ii) mayor depreciación cambiaria; iii) mayores presiones de costos; iv) afectaciones climáticas; y v) escalamiento de conflictos geopolíticos. A la baja: i) una actividad económica menor a la anticipada; ii) un menor traspaso de algunas presiones de costos; y iii) que el efecto de la depreciación cambiaria sobre la inflación sea menor al anticipado. Se considera que el balance de riesgos respecto de la trayectoria prevista para la inflación en el horizonte de pronóstico se mantiene sesgado al alza. Sin embargo, el panorama inflacionario ha venido mejorando, luego de los profundos choques ocasionados por la pandemia y la guerra en Ucrania. Los niveles actuales de inflación subyacente y la perspectiva de que siga disminuyendo dan cuenta de esta mejoría.

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

Concepto	Julio 2024	Agosto 2024	1q septiembre 2024
<b>INPC</b>	<b>5.57</b>	<b>4.99</b>	<b>4.66</b>
<b>Subyacente</b>	<b>4.05</b>	<b>4.00</b>	<b>3.95</b>
<b>Mercancías</b>	<b>3.09</b>	<b>3.02</b>	<b>2.94</b>
Alimentos, bebidas y tabaco	4.03	4.13	3.95
Mercancías no alimenticias	1.95	1.71	1.69
<b>Servicios</b>	<b>5.22</b>	<b>5.18</b>	<b>5.15</b>
Vivienda	3.96	4.00	4.08
Educación (colegiaturas)	6.36	6.09	5.78
Otros servicios	6.01	6.03	6.16
<b>No subyacente</b>	<b>10.36</b>	<b>8.03</b>	<b>6.73</b>
<b>Agropecuarios</b>	<b>13.72</b>	<b>9.45</b>	<b>6.50</b>
Frutas y verduras	23.55	12.61	7.15
Pecuarios	5.36	6.12	5.08
<b>Energéticos y tarifas aut. por gobierno</b>	<b>7.31</b>	<b>6.58</b>	<b>6.67</b>
Energéticos	9.17	7.91	7.92
Tarifas autorizadas por gobierno	3.42	3.72	3.95

Fuente: INEGI.





BANCO DE MÉXICO®

Documento publicado el 10 de octubre de 2024

