

BANCO DE MÉXICO®

Minuta número 110

Reunión de la Junta de Gobierno del Banco de México, con motivo de la
decisión de política monetaria anunciada el 8 de agosto 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.
7 de agosto de 2024

1.3. Asistentes:

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

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

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

Entorno Externo

Algunos señalaron que se anticipa que en el segundo trimestre del año la actividad económica mundial se haya moderado en comparación con el trimestre anterior. **Algunos** argumentaron que, sin embargo, se espera que haya continuado la heterogeneidad en el dinamismo de la actividad económica entre países. Destacaron la previsión de un crecimiento menor en las economías emergentes y uno mayor en las avanzadas respecto del trimestre anterior. Al respecto, **uno** notó que en el segundo trimestre Estados Unidos registró un crecimiento mayor al esperado. **Otro** especificó que la actividad en China exhibió un bajo dinamismo. **Uno** indicó que se espera que el crecimiento a nivel global de 2024 sea ligeramente inferior al de 2023. **Otro** aseveró que en lo que resta de 2024 el crecimiento mundial enfrenta el riesgo de una desaceleración más pronunciada debido a los efectos rezagados de que las tasas de interés se hayan mantenido altas por un periodo más prolongado a lo previsto. Agregó que también prevalecen riesgos geopolíticos asociados con el potencial escalamiento de los conflictos en Medio Oriente y mayores tensiones comerciales.

Profundizando en la economía de Estados Unidos, **algunos** coincidieron en que, a pesar de que el crecimiento fue mayor a lo esperado, la actividad industrial en ese país continúa débil, principalmente las manufacturas. Con respecto al consumo, **uno** resaltó que se observó una moderación en el dinamismo de los servicios, mientras que el de bienes estuvo impulsado principalmente por el consumo de vehículos, el cual había registrado variaciones negativas desde el segundo trimestre de 2023. Precisó que, no obstante, en su comparativo anual estos continuaron registrando una contracción. **La mayoría destacó que indicadores recientes sugieren una reducción del dinamismo del mercado laboral en Estados Unidos. Algunos** puntualizaron que la tasa de desempleo aumentó. **Uno** indicó que el crecimiento de los salarios se desaceleró. **Otro** puntualizó que la nómina no agrícola registró un crecimiento menor a lo esperado y que el número de vacantes continuó disminuyendo. **Algunos** consideraron que la publicación de una menor creación de empleos generó inquietud sobre la posibilidad de un “aterrizaje forzoso” en esa economía. **Uno** apuntó que el contexto de enfriamiento del mercado laboral, aunado a un menor crecimiento en el ingreso disponible y a los indicios de una posición financiera menos sólida por parte de los hogares, podría incidir en la dinámica del consumo.

La mayoría señaló que en un número amplio de economías avanzadas la inflación general continuó disminuyendo. Algunos lo atribuyeron, principalmente, a menores presiones en los precios de alimentos y caídas en la inflación subyacente. No obstante, **uno** consideró que este componente mantiene un comportamiento persistente a nivel global. **Otro** sostuvo que el proceso de desinflación continúa mostrando heterogeneidad, con una marcada disminución de los subíndices de bienes y resistencia a disminuir de los servicios. Para el caso particular de Estados Unidos, **uno** puntualizó que en ese país la inflación general anual medida por el deflactor del gasto en consumo personal se redujo en junio. Detalló que desde mayo las variaciones mensuales del componente subyacente se ubican en niveles menores a las registradas en el primer trimestre. Argumentó que es previsible que el aumento en la tasa de desempleo y la desaceleración de los salarios contribuyan a que la inflación siga disminuyendo en ese país. **Otro** indicó que hacia delante se anticipa que continúe la desinflación en economías avanzadas. En cuanto a la inflación en países emergentes, **algunos** resaltaron el repunte en la inflación general en

algunas de ellas en lecturas recientes. **Uno** precisó que ello obedeció a aumentos en los precios de los energéticos y de algunos alimentos. No obstante, **algunos** destacaron que la inflación subyacente en dichas economías continúa disminuyendo de manera sostenida. **Uno** agregó que en varias economías emergentes la inflación ya se ubica dentro del intervalo de variabilidad de sus autoridades monetarias.

La mayoría mencionó que la Reserva Federal mantuvo sin cambio el rango objetivo para la tasa de fondos federales. Señaló que dicho Instituto reconoció un panorama más favorable para la inflación. Algunos comentaron que en su comunicado se destacó que el mercado laboral se encuentra menos apretado. **Uno** añadió que enfatizó que los riesgos para alcanzar sus objetivos de empleo y estabilidad de precios continúan moviéndose hacia un mejor balance y que el comité se mantiene atento a los riesgos en ambos lados de su mandato. **La mayoría destacó que su presidente mencionó que ante la evolución de la inflación y del mercado laboral podría considerarse una disminución en la tasa de referencia en la reunión de septiembre. Uno** externó que los analistas esperan tres recortes de 25 puntos base en 2024, si bien prevalece un alto grado de incertidumbre al respecto.

Respecto de las decisiones de otros bancos centrales, la mayoría enfatizó que el Banco de Japón incrementó sorpresivamente su tasa de referencia. Uno resaltó que con este ajuste dicha tasa alcanzó su mayor nivel desde 2008. **Otro** añadió que es el segundo incremento en lo que va del año. **Uno** agregó que esta institución planea reducir a la mitad las compras mensuales de bonos del gobierno japonés a partir de 2026. Por su parte, **algunos** comentaron que el Banco Central Europeo mantuvo sin cambio su tasa de interés después de haberla reducido en la decisión anterior. **Algunos** mencionaron que tanto el Banco de Canadá, como el de Inglaterra disminuyeron su tasa de referencia. **Uno** puntualizó que en el caso del Banco de Canadá, este es el segundo recorte consecutivo. Explicó que dicho Instituto destacó que, si bien la inflación continúa por encima de su meta y el componente de servicios permanece elevado, recientemente algunas medidas de la subyacente han presentado un buen desempeño. Añadió que en el caso del Banco de Inglaterra su comunicado señaló que persisten riesgos y la inflación podría repuntar por encima de su meta y que la postura monetaria continuará siendo restrictiva el tiempo que sea necesario. **Otro** anticipó que el ciclo de recortes por

parte de los bancos centrales de las economías avanzadas continuará el resto del año, aunque esto podría ocurrir de forma discontinua. **Uno** comentó que, si bien existe cierta heterogeneidad en los ciclos monetarios, hacia delante los bancos centrales reconocerán la necesidad de no tener posturas excesivamente restrictivas ante el avance de la desinflación.

La mayoría resaltó que recientemente los mercados financieros internacionales presentaron volatilidad. Consideró que a ello contribuyeron algunos datos de empleo que apuntan a un menor dinamismo del mercado laboral estadounidense, así como el incremento sorpresivo en la tasa de referencia en Japón. Algunos detallaron que esto último propició una apreciación importante del yen y una depreciación notoria en las monedas que típicamente se utilizan en posiciones de acarreo con dicha divisa, las cuales tendieron a liquidarse. Sobre los datos recientes del mercado laboral en Estados Unidos, **algunos** opinaron que estos coadyuvaron a que se observaran reducciones generalizadas en las tasas de interés de bonos gubernamentales a nivel global. **Algunos** subrayaron la disminución de los principales índices accionarios, particularmente en el sector de tecnología, ante la perspectiva de una desaceleración de la economía estadounidense mayor a la prevista. **Uno** añadió que los flujos de capital hacia economías emergentes tuvieron un comportamiento divergente por tipo de activos, registrándose salidas en los de renta fija y entradas históricas en los de renta variable. Mencionó los flujos hacia China por parte de fondos locales estatales.

Actividad Económica en México

La mayoría destacó que de acuerdo con el dato oportuno del PIB para el segundo trimestre de este año la actividad productiva registró un bajo crecimiento, con lo que se extendió la debilidad que ha exhibido desde finales del año pasado. Algunos señalaron que la desaceleración de la actividad fue mayor a la anticipada. **Uno** detalló que durante los últimos tres trimestres el crecimiento se ha ubicado por debajo de lo esperado. **Otro** puntualizó que la cifra del PIB registró una expansión anual de 1.1%. **Uno** indicó que fue de 0.2% a tasa trimestral desestacionalizada. **Otro** comentó que este débil desempeño se dio en un contexto en el cual el crecimiento de la economía norteamericana sorprendió al alza. **Algunos** notaron que con el dato del segundo trimestre de 2024 se acumulan tres trimestres consecutivos de debilidad económica.

Algunos detallaron que en las últimas tres lecturas la economía ha exhibido variaciones trimestrales inferiores a 0.5%, en particular de 0.3 y 0.2% en las dos más recientes. **Uno** agregó que estos resultados se han observado después de que la economía registrara tasas de crecimiento trimestrales cercanas a 1% durante ocho trimestres consecutivos.

En cuanto al comportamiento de la actividad por sectores, la mayoría resaltó que las actividades secundarias continúan mostrando atonía. **Uno** comentó que en el segundo trimestre de 2024 se expandieron a una tasa anual de 0.5%. **Otro** agregó que aunque estas actividades mostraron cierta reactivación durante dicho trimestre aún se mantienen por debajo de los niveles de octubre del año pasado. **La mayoría mencionó que el bajo desempeño de este sector obedece en buena medida a la debilidad de las manufacturas.** **Uno** señaló que en mayo estas cayeron 1.8% a tasa mensual. **Otro** detalló que las manufacturas asociadas con equipo de transporte no han logrado revertir la contracción que registraron a finales de 2023. **Por otra parte, la mayoría subrayó que los datos oportunos apuntan a una pérdida de dinamismo en el sector terciario.** **Uno** observó que en el segundo trimestre del año este sector registró una expansión anual de 1.7%. **Otro** precisó que la moderación de este sector obedece, principalmente, a una menor actividad comercial, la cual representa alrededor de un tercio de este componente. Añadió que prevalece una alta heterogeneidad en el comportamiento de los subsectores que lo conforman. Finalmente, **algunos** notaron la contracción del sector primario durante el segundo trimestre del año.

Respecto de la demanda interna, la mayoría destacó que la inversión continuó mostrando cierta reactivación. **Uno** señaló que, en mayo, la inversión fija bruta registró un incremento de 5.6% a tasa anual. **Algunos** detallaron que ha sido impulsada, principalmente, por el sector de la construcción. No obstante, **uno** enfatizó el debilitamiento de la inversión en maquinaria y equipo. Además, **algunos** puntualizaron que, al excluir el comportamiento de las importaciones de bienes de capital, la inversión llevaría dos trimestres en contracción.

Algunos apuntaron que el consumo mantiene dinamismo. **Uno** añadió que en términos anuales el consumo total registró un crecimiento de 2.8%, con lo cual se mantiene en niveles elevados. **Otro** señaló que la información más reciente indica que la demanda agregada creció cerca del 6% en el primer

trimestre a tasa trimestral anualizada, motivada fundamentalmente por el consumo de los hogares. **Algunos** resaltaron que el consumo ha mostrado signos de moderación. **Uno** notó que si bien el indicador del consumo privado en el mercado interior todavía se había expandido de manera dinámica en el primer trimestre del año con una tasa trimestral anualizada de 7.5%, en lo que se ha reportado del segundo se ha observado una contracción de alrededor de 1.9% con datos de abril y mayo. **Otro** puntualizó que el consumo privado presenta un menor dinamismo, tanto en bienes nacionales como en servicios. Agregó que el de bienes importados registra niveles elevados, aunque ya en descenso. **Uno** comentó que estimaciones del consumo dirigido al mercado interno muestran desaceleración.

En cuanto al sector externo, **uno** señaló que al segundo trimestre del año el valor de las exportaciones manufactureras automotrices mostró una moderada reactivación y se mantuvo en niveles elevados. Agregó que el valor de las no automotrices exhibió cierta atonía y una tendencia lateral. **Otro** estimó que el comportamiento de las importaciones, tanto por el lado del consumo privado como de la inversión, está relacionado con la apreciación del tipo de cambio real, lo que es una muestra de la transmisión de la restricción monetaria hacia la economía a través del canal del tipo de cambio.

Algunos notaron que, hacia delante, si bien las previsiones apuntan a que la actividad económica mantendría una senda de expansión, el crecimiento sería modesto. **Uno** agregó que anticipa que prevalezca un ritmo de crecimiento inferior a su promedio histórico a lo largo del horizonte de pronóstico. Añadió que, en este sentido, la economía parece estar transitando hacia una senda de bajo crecimiento. **Otro** consideró que el balance de riesgos para la actividad económica se encuentra sesgado a la baja. Opinó que el principal factor de riesgo en esa dirección es que se materialice un crecimiento menor al esperado de la economía de Estados Unidos. Enfatizó que sobresalen los riesgos asociados con conflictos geopolíticos y tensiones comerciales, así como los relacionados con diversos procesos electorales y sus posibles resultados, principalmente en Estados Unidos. Comentó que todos estos factores contribuyen a que haya aumentado el riesgo de que la inversión privada en el país presente un crecimiento menor al esperado. **Uno** añadió una mayor incertidumbre con respecto al desempeño de la economía global y la volatilidad en los mercados financieros, derivada de factores idiosincráticos y globales.

Respecto de la posición cíclica de la economía, la mayoría mencionó que la estimación puntual de la brecha del producto ha venido cerrándose.

Uno indicó que prácticamente ya se encuentra en cero. **Algunos** destacaron que sería persistentemente negativa durante 2025. **Uno** externó que, en general, las estimaciones de la brecha de producto no son estadísticamente distintas de cero. Subrayó que además al eliminar del cálculo de la brecha el sector que alberga los servicios de subcontratación, resulta que esta aumenta un par de puntos porcentuales. **Otro** apuntó que el indicador de holgura basado en componentes principales se mantuvo en terreno positivo. **Uno** precisó que dicho indicador disminuyó ligeramente. Agregó que, si bien el indicador más relacionado con el mercado laboral es positivo, el del consumo se encuentra cerca de cero. **Otro** opinó que no debería esperarse que las condiciones de holgura, aparentemente más relajadas, contribuyan prontamente a la reducción de inflación. Añadió que a pesar de las revisiones a la baja en las previsiones de crecimiento, estas aún no apuntan a un nivel contractivo que indujera a un relajamiento pleno de las condiciones de holgura. Por su parte, **uno** advirtió que, si bien las mediciones de holgura conllevan un alto grado de incertidumbre, no se puede dejar de reconocer que los datos duros indican que la economía hila ya tres trimestres consecutivos de debilidad. Consideró que ante un notable sesgo a la baja en el balance de riesgos para el crecimiento las condiciones cíclicas de la economía serán un elemento relevante en el proceso de formación de precios.

La mayoría resaltó que algunos indicadores del mercado laboral muestran señales de moderación. Algunos mencionaron que a pesar de ello este continúa mostrando fortaleza. **La mayoría destacó la desaceleración en la creación de empleos formales. Uno** puntualizó que esta ha descendido desde mediados del 2023. **Otro** apuntó que el crecimiento anual de la población ocupada muestra una tendencia a la baja. **Algunos** notaron la disminución de la tasa de participación laboral y un ligero aumento en la tasa de desocupación en la última lectura. **Uno** detalló que en junio la participación laboral descendió por debajo del 60% por primera vez en 12 meses. Añadió que la desocupación y subocupación se incrementaron respecto al mes anterior. **Otro** indicó que sin embargo las tasas de desocupación se mantienen cercanas a sus mínimos históricos. **Algunos** comentaron que se está observando cierta reducción en las tasas de crecimiento de los salarios. No obstante, **uno** indicó que estas permanecen

elevadas. Especificó que con cifras a junio la variación anual nominal del salario diario asociado con trabajadores asegurados en el IMSS se ubicó en 9.5%, mientras que la media móvil de las revisiones de salarios contractuales para empresas públicas y privadas se ubicaron en 4.1 y 9.3 %, respectivamente. **Otro** consideró que, hacia adelante, es previsible que la fortaleza del mercado laboral vaya atenuándose en mayor medida, considerando un crecimiento de la actividad menor al previsto hace algunos meses.

Inflación en México

La mayoría coincidió en que la disipación de los choques derivados de la pandemia y del conflicto geopolítico en Ucrania, así como la postura monetaria adoptada, han permitido un avance significativo en el proceso de desinflación en México desde los momentos más álgidos del actual episodio inflacionario. No obstante, reconoció que el entorno inflacionario continúa siendo complejo. Uno opinó que en los meses más recientes se ha gestado una dinámica inflacionaria desfavorable. **Otro** recordó que ya se anticipaba que el proceso de desinflación no sería lineal.

Todos destacaron que desde la última decisión la inflación general anual siguió subiendo, ubicándose en julio en 5.57%. La mayoría notó el aumento que ha exhibido desde octubre de 2023, cuando se situó en 4.26%. Algunos consideraron que la trayectoria al alza de la inflación general ha sido más clara desde marzo de 2024. **Todos reconocieron que sus incrementos han obedecido exclusivamente al comportamiento creciente del componente no subyacente, ya que la inflación subyacente ha mantenido una tendencia descendente. Uno** manifestó que en pocas ocasiones se había podido identificar tan claramente la concentración de los choques inflacionarios en un solo componente de la inflación. **Otro** puntualizó que de los 131 puntos base en que ha aumentado el índice general desde octubre de 2023, la no subyacente ha contribuido con 235, mientras que la subyacente ha incidido a la baja con 104 puntos base. **En este contexto, la mayoría argumentó que se están observando ajustes de precios relativos y no aumentos generalizados. Algunos** especificaron que indicadores que representan mejor la tendencia de mediano plazo de la inflación general no sugieren que esté ocurriendo un alza generalizada de precios. **Uno** precisó que el indicador de media truncada de la inflación general, que elimina los valores extremos al alza y a la baja, se ubicó en 4.3% en julio.

La mayoría resaltó que la inflación subyacente continuó disminuyendo y que en julio se ubicó en 4.05%. Algunos señalaron que este nivel es el más bajo desde marzo de 2021, antes de que el Banco de México comenzara su ciclo alcista. **Uno** destacó que en julio de 2024 su variación mensual desestacionalizada anualizada fue de 3.53%. **Algunos** observaron que, con el dato de julio, este componente sumó ya 18 meses consecutivos de reducciones. No obstante, **uno** advirtió que desde entonces su descenso ha sido cada vez más lento. **Otro** sostuvo que ha mostrado un descenso muy significativo frente a otros periodos de desinflación. **Uno** consideró que la caída que ha exhibido la inflación subyacente es particularmente relevante, ya que este componente refleja de mejor forma la tendencia de mediano plazo de la inflación general.

La mayoría destacó que la tendencia descendente de la inflación subyacente obedece al comportamiento de la inflación de mercancías. Uno argumentó que los factores que han propiciado el proceso de desinflación se han reflejado de manera más rápida y notoria sobre los precios de mercancías que sobre los de servicios. **Otro** apuntó que en julio la inflación anual de mercancías se situó en 3.09%, acumulando veinte meses de reducciones consecutivas. **Algunos** señalaron que las cifras de inflación anual, tanto de mercancías alimenticias como de no alimenticias, se encuentran en niveles históricamente bajos. **Algunos** opinaron que estos rubros difícilmente podrán disminuir mucho más, por lo que hacia delante la reducción de la inflación subyacente dependerá, en mayor medida, del comportamiento de la de servicios.

La mayoría mencionó que la inflación de servicios continúa mostrando persistencia. Uno notó que en julio se ubicó en 5.22% y que ha exhibido una tendencia lateral por más de trece meses. **Otro** manifestó que esta se mantiene por encima de su promedio histórico. **Uno** argumentó que las empresas en este sector siguen llevando a cabo ajustes de precios derivados de los choques de la pandemia, los cuales no habían podido realizar debido a que la demanda por servicios tardó en recuperarse. **Algunos** advirtieron que la inflación de vivienda exhibe una tendencia al alza. **Uno** agregó que la inflación de educación todavía no presenta un punto de inflexión. No obstante, **algunos** coincidieron en que, en los meses más recientes, algunos indicadores presentan un mejor desempeño. Destacaron que después de haber alcanzado una inflación máxima de 7.72% en marzo de 2023 el subcomponente de servicios distintos a la vivienda y la educación registró una inflación de

6.01% en julio de 2024. **Uno** enfatizó que esta cifra es la menor en más de dos años y medio, con excepción de la de junio de 2024 que fue 5.96%. **Otro** notó que mientras que las variaciones mensuales anualizadas desestacionalizadas de este subcomponente se ubicaron por encima de 6% en los primeros meses del año, el promedio de los últimos tres meses fue de 4.05%. Expresó que, si bien durante 2021 el porcentaje de la canasta de servicios con variaciones de precios mayores al 10% representó más del 25%, con los datos más recientes este se ubicó en 1.8%.

Todos hicieron referencia a la trayectoria ascendente de la inflación no subyacente. Uno recordó que después de que en julio de 2023 se ubicara en -0.67%, nivel históricamente bajo, la inflación no subyacente se ha visto presionada al alza por una secuencia desafortunada de choques adversos. **La mayoría apuntó que en su última lectura, correspondiente a julio de 2024, la inflación no subyacente se ubicó en 10.36%. Algunos** notaron que en este mes volvió a registrar variaciones anuales de dos dígitos comparables con las observadas en agosto de 2022. Señalaron que la fuerte variación mensual observada en julio se ubica en el percentil 99 de la distribución empírica de dichas variaciones de este componente, lo que indica que su repunte en dicho mes fue sumamente atípico. **Algunos** enfatizaron que este componente se caracteriza por exhibir una elevada volatilidad. **Uno** consideró que se encuentra sujeto a choques que pueden provocar que entre una lectura y la siguiente se observen ajustes significativos, que pueden ser tanto al alza como a la baja. En este contexto, detalló que la inflación de agropecuarios pasó de 3.16 a 13.72% entre julio del año pasado y julio del año en curso, mientras que la de energéticos aumentó de -7.82 a 9.17% en el mismo periodo.

La mayoría subrayó que la dinámica que exhibe la inflación no subyacente obedece a choques de oferta. Algunos mencionaron los aumentos en las referencias internacionales de los energéticos. **La mayoría destacó la ocurrencia de eventos climáticos. Uno** notó que desde hace más de una década no se habían presentado condiciones climáticas tan adversas como las observadas recientemente. **Algunos** destacaron las importantes alzas en los precios de algunas frutas y verduras. **Uno** detalló que más de 50 puntos base de la inflación general anual son consecuencia de la incidencia de tan solo diez genéricos del subcomponente de frutas y verduras. **Otro** subrayó que, al analizar la desviación de la inflación general respecto de su comportamiento histórico, se observa

que esta se ubica 157 puntos base por encima de su media, de los cuales 102 puntos son explicados por el comportamiento de los productos agropecuarios.

Sobre las expectativas de inflación provenientes de encuestas, la mayoría resaltó que las de mayor plazo permanecieron relativamente estables, si bien en niveles por encima de la meta. Uno indicó que continúan observándose mejorías en su distribución. **Sobre las expectativas de corto plazo, la mayoría mencionó que las correspondientes a la inflación general para el cierre de 2024 se incrementaron. Lo atribuyó a un deterioro en las expectativas implícitas del componente no subyacente. Uno** consideró que dicho ajuste fue reflejo del aumento en la inflación observada. **La mayoría agregó que, en cambio, las expectativas del componente subyacente para el cierre de este año disminuyeron. Sobre aquellas para los próximos doce meses, destacó que las de la inflación general descendieron.** No obstante, **algunos** apuntaron que aquellas para el cierre de 2025 exhibieron un cierto ajuste al alza. Sobre las expectativas extraídas de instrumentos de mercado, **uno** resaltó que se mantuvieron relativamente estables. **Otro** notó que la compensación por inflación y riesgo inflacionario mostró un deterioro debido a una reversión de las primas de riesgo a su promedio histórico. **Algunos** argumentaron que las expectativas de inflación general provenientes de encuestas se mantienen por encima de los pronósticos del Banco de México. **Uno** mencionó que ello también se observa en las expectativas de mercado. **Otro** comentó que ningún analista proyecta que la inflación alcance una tasa cercana a 3% para finales de 2025. Notó que las expectativas de la subyacente también se ubican por arriba de las previsiones de este Instituto Central. Añadió que las encuestas apuntan hacia un estancamiento en este último componente alrededor de sus niveles actuales.

La mayoría explicó que ante los choques de oferta que han afectado a la inflación no subyacente, los pronósticos de inflación general del Instituto Central se ajustaron al alza en el corto plazo. Subrayó que al tomar en cuenta la naturaleza de estas perturbaciones, se prevé que sus efectos sobre la inflación comiencen a disiparse relativamente rápido, por lo que la inflación general retomarí una trayectoria a la baja. Agregó que las previsiones para la inflación subyacente se mantienen sin cambio, de modo que se anticipa que esta continúe reduciéndose. Uno puntualizó que se prevé que se ubique en 3.9% en el último trimestre de 2024. **Todos señalaron**

que se sigue esperando que las inflaciones general y subyacente converjan a 3% en el cuarto trimestre de 2025. Así, la mayoría resaltó que hacia delante se espera que la desinflación continúe. Algunos comentaron que los pronósticos consideran la disipación de los efectos de los choques globales, la debilidad de la actividad económica nacional y los efectos de la postura de política monetaria.

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. Algunos alertaron sobre el riesgo de que niveles elevados de inflación no subyacente por un largo periodo contaminen a la inflación subyacente. **Uno** opinó que este riesgo no es menor, ya que las condiciones climáticas adversas son cada vez más frecuentes y con efectos más profundos y de mayor duración. **Algunos** argumentaron que episodios inflacionarios previos muestran que los aumentos en el componente no subyacente son usualmente seguidos por incrementos en el componente subyacente. **Uno** puntualizó que ello ocurrió en 2021-2022, así como en 2017. No obstante, sostuvo que, en esos casos, además de las presiones sobre la no subyacente, la economía sorteaba también otro tipo de choques que fueron los que derivaron en incrementos en el componente subyacente, por lo cual fue necesario realizar ajustes significativos en la tasa de interés. En contraste, subrayó que la coyuntura actual es distinta, pues la inflación subyacente ha consolidado una clara tendencia a la baja por año y medio y la tasa de interés se encuentra en un nivel mucho más elevado. Agregó que el análisis realizado no apunta a que se hayan registrado efectos sobre la inflación subyacente a pesar de que las presiones sobre el componente no subyacente se han resentido desde finales del año pasado. Así, **algunos** argumentaron que el efecto de los choques que actualmente resiente la inflación no subyacente sobre la inflación subyacente sería, en su caso, acotado. **La mayoría observó que el comportamiento de las expectativas de los analistas apunta a que el consenso del mercado tampoco espera afectaciones. Algunos** mencionaron que los genéricos de la inflación no subyacente cuyos precios han subido en mayor medida, como varias frutas y verduras, no representan, en general, insumos esenciales en los procesos productivos. Además, apuntaron que, ante la existencia de sustitutos cercanos, tienen una alta elasticidad-precio de su demanda, por lo que los agentes económicos que los utilizan como insumo pueden, en cierta medida, sustituirlos por otros.

Algunos mencionaron el riesgo al alza de que la inflación subyacente exhiba persistencia, en particular el componente de servicios. **Algunos** destacaron el riesgo de una mayor depreciación cambiaria. **Uno** externó que será necesario valorar las posibles implicaciones de los ajustes en el tipo de cambio sobre la dinámica de la inflación. Añadió la posibilidad de mayores presiones de costos. **Otro** apuntó los riesgos relacionados con el mercado laboral y la política fiscal. **Respecto de los riesgos a la baja, la mayoría destacó una actividad económica menor a la anticipada.** No obstante, **uno** sostuvo que lo anterior podría ser contrarrestado por la resiliencia de la demanda agregada apoyada por un mercado laboral robusto e ingresos personales disponibles elevados. **Otro** notó que la debilidad económica podría contribuir a una mejora en la inflación de servicios y limitar los traspasos de costos.

Entorno Macrofinanciero

La mayoría comentó que luego de la volatilidad observada a inicios de junio ante factores idiosincráticos, durante las siguientes semanas los mercados financieros en México mostraron mejor comportamiento. Indicó que los ajustes en las variables financieras que acontecieron a principios de junio asociados con los factores idiosincráticos, se revirtieron parcialmente. **Algunos** subrayaron que las condiciones de operación tanto en el mercado cambiario como en el de renta fija mejoraron en julio respecto del mes anterior. **La mayoría notó que la curva de rendimientos de valores gubernamentales presentó movimientos a la baja, sobre todo en los plazos medios, en un contexto de mejora en las condiciones de operación con respecto a junio.** **Uno** destacó, en particular, el aumento en el volumen de operación.

La mayoría indicó que los mercados nacionales resintieron la volatilidad que recientemente presentaron los mercados internacionales a inicios de agosto. Destacó que dicha volatilidad estuvo asociada con la publicación de los datos de empleo en Estados Unidos y con la decisión de política monetaria en Japón. **Uno** añadió que estos eventos propiciaron la liquidación de posiciones de acarreo del peso mexicano frente al yen. **Algunos** señalaron que la evolución del proceso electoral en Estados Unidos también influyó en los mercados. **En este contexto, todos destacaron la depreciación reciente del peso mexicano.** **Algunos** mencionaron que operó en un amplio rango. **Uno** notó que a principios de agosto

el tipo de cambio alcanzó niveles intradía por encima de 20 pesos por dólar. Agregó que las condiciones de operación no han retornado a niveles previos al episodio de turbulencia de junio y sus métricas han mostrado un sesgo a la depreciación. **Otro** observó que a partir de junio los indicadores de riesgo de crédito soberano registraron incrementos, si bien menores en comparación con otros episodios de estrés. Apuntó que el mercado cambiario cuenta cada vez con mayor profundidad por lo que a pesar de la volatilidad no han sido necesarias intervenciones en el mercado cambiario. **Algunos** comentaron que no pueden descartarse episodios adicionales de volatilidad. **Uno** consideró que, en un entorno incierto, los mercados han tendido a sobrereaccionar ante las noticias económicas. **Algunos** argumentaron que, en el caso de México, los fundamentos macroeconómicos robustos y un diferencial de tasas de interés ajustado por riesgo que continúa entre los más atractivos, implican que la economía se encuentra en una posición sólida ante los desafíos que pudieran presentarse.

Uno indicó que las expectativas implícitas en los swaps de TIE para la trayectoria de la tasa de política monetaria presentaron disminuciones y anticipan una tasa de 10.80% para esta decisión. Añadió que para el cierre de año se espera una tasa de 10.20%. Mencionó que el consenso de los analistas está dividido en cuanto a la fecha del próximo ajuste y espera una tasa de 10.50% hacia finales de 2024. Apuntó que, si bien persisten diferencias entre el mercado y las encuestas, en ambos casos incorporan trayectorias de gradualidad y cautela. **Otro** señaló que a pesar de la marcada restricción monetaria el financiamiento al sector privado no financiero continuó expandiéndose. Especificó que en junio su crecimiento a tasa real anual fue de 2.0%, apoyado por el financiamiento interno. Al respecto, resaltó que el crédito de la banca comercial a las empresas, al consumo y a la vivienda mantuvo su tendencia al alza, destacándose los primeros dos por sus elevadas tasas de expansión. En cuanto al riesgo de crédito, externó que los niveles de morosidad se encuentran 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 se disipen 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 disminuir el objetivo para la Tasa de Interés Interbancaria a un día a 10.75%.

Hacia delante, prevé que el entorno inflacionario permita discutir ajustes en la tasa de referencia. Tomará en cuenta la perspectiva de que los choques globales continuarán desvaneciéndose y los efectos de 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 argumentó que el análisis de la evolución del panorama inflacionario indica que este presenta condiciones que son apropiadas para una moderación en la restricción monetaria. Enfatizó el notorio avance en la reducción de la inflación subyacente, que refleja mejor la tendencia de mediano plazo de la inflación, así como la perspectiva de que este componente siga descendiendo. Señaló que debe tomarse en cuenta la naturaleza de los choques que han presionado al alza al componente no subyacente y a la inflación general. Reiteró que los efectos de tales perturbaciones de oferta tienden a disiparse relativamente rápido, por lo cual la inflación general retomaría una trayectoria a la baja en los siguientes meses. Explicó además que, si bien es necesario reconocer que la inflación no subyacente en niveles de dos dígitos ha generado presiones importantes sobre la inflación general, también es importante considerar que se trata de un cambio en precios relativos y no de presiones generalizadas. Argumentó que el entorno, tanto externo como interno, es conducente a que las presiones inflacionarias continúen moderándose. Destacó el avance de la desinflación a nivel global. Al respecto,

sostuvo que al ser México una economía abierta al comercio internacional, la desinflación en el país es favorecida por una menor inflación externa. Añadió que, en el ámbito interno, la debilidad prevista de la actividad económica nacional contribuiría a mitigar las presiones sobre la inflación a lo largo del horizonte de planeación. Finalmente, sostuvo que el grado de restricción monetaria debe ser congruente con el desvanecimiento de las presiones derivadas de los choques globales, los cuales, en su momento, condujeron a aumentar la tasa de referencia durante 15 reuniones consecutivas, hasta acumular 725 puntos base de incrementos. Tomando en consideración todo lo anterior aseveró que la comunicación tendría que enmarcar esta decisión en el contexto del avance en el desvanecimiento de los choques globales y el efecto solo de corto plazo del repunte en la inflación no subyacente sobre los pronósticos de inflación general, así como el nivel de restricción monetaria actual y el que prevalecería ante dicha disminución. Destacó que será primordial enfatizar que, en congruencia con el compromiso de este Instituto Central con el mandato prioritario, la postura monetaria seguirá siendo claramente restrictiva y, por lo tanto, continuará actuando para que la inflación converja a la meta de 3%. Estimó que hacia delante el entorno inflacionario permitirá seguir discutiendo ajustes en la tasa de referencia. No obstante, reconoció que tendrá que mantenerse un enfoque de gradualidad.

Otro miembro comentó que tanto la reversión de los choques asociados con la pandemia y los conflictos geopolíticos como una postura monetaria restrictiva y oportuna por parte de este Instituto Central han permitido un avance significativo en el proceso desinflacionario. No obstante, consideró que el panorama para la conducción de la política monetaria sigue siendo muy complejo ante la desfavorable dinámica inflacionaria de los meses recientes. Destacó que la inflación general ha seguido aumentando por un repunte del componente no subyacente más intenso y duradero de lo previsto. Argumentó que los choques de oferta que han propiciado dicho repunte no necesariamente se disiparán rápidamente y que puede contaminarse la inflación subyacente. Externó que esto último depende, en parte, de sus efectos sobre las expectativas de inflación, así como de la reacción de la política monetaria. Por ello, advirtió que sería arriesgado comenzar un ciclo de bajas cuando la inflación no subyacente muestra una fuerte tendencia al alza. Señaló que la disminución más lenta de la subyacente que se ha observado recientemente se ha dado a pesar de la restricción monetaria. Aseveró que la previsión de menores

presiones inflacionarias ante el debilitamiento de la actividad económica podría ser contrarrestada por la resiliencia que continúa mostrando la demanda agregada. Apuntó que a esta compleja dinámica inflacionaria se han sumado las tensiones en los mercados financieros debido a factores idiosincráticos y globales. Indicó que las presiones cambiarias podrían continuar y exacerbarse, lo cual podría obstaculizar el proceso desinflacionario aun ante la desaceleración prevista de la actividad económica. Resaltó que tanto las expectativas de inflación como el tipo de cambio han sido los dos principales canales por los cuales ha operado la restricción monetaria. Notó que desde que se adoptó un régimen de tipo de cambio flexible el efecto de traspaso se ha reducido, aunque esto no significa que la dinámica cambiaria no sea relevante para la trayectoria de la inflación. Argumentó que el efecto del traspaso solo puede permanecer acotado si prevalece la confianza del mercado en el compromiso del banco central con su objetivo prioritario. Opinó que esta es una razón adicional para conducir la política monetaria con cautela en episodios de alta volatilidad cambiaria como el actual. Sostuvo que bajo este entorno no debe apresurarse un ajuste en la postura monetaria y más bien debe favorecerse un enfoque de administración de riesgos.

Un miembro consideró que la conducción de la política monetaria requiere del análisis tanto de los datos observados como de los determinantes esperados de la dinámica inflacionaria. En cuanto a los datos, señaló que las lecturas recientes de inflación muestran un comportamiento diferenciado a su interior. Destacó el descenso del componente subyacente a lo largo de 18 meses consecutivos, que es algo no visto desde que se instauró el régimen de objetivos de inflación y que responde claramente a la restricción monetaria. Mencionó que, por otra parte, la no subyacente ha seguido aumentando por distintos choques de oferta. Externó que estos choques figuran como determinantes de corto plazo de la inflación, pero que, al concentrarse en bienes agropecuarios, presentan solo efectos indirectos acotados, siempre que las expectativas se mantengan ancladas. Aunado a ello, opinó que entre los determinantes de mediano plazo estaría la debilidad en los datos económicos, la cual podría contribuir a mejores lecturas en el subcomponente de servicios. Añadió que dos determinantes de la inflación, como son las expectativas y el tipo de cambio, son a su vez los dos canales de transmisión que mejor han operado en este ciclo y que difícilmente dejarán de contribuir a la desinflación, en tanto se mantenga una postura absoluta restrictiva y

una postura relativa adecuada. Enfatizó que un determinante de largo plazo es el compromiso innegable del Instituto Central con el descenso de la inflación hacia su meta, mostrado con el grado de restricción monetaria alcanzado. Al respecto, recordó que la tasa real ex-ante supera en más de dos veces el límite superior del rango de neutralidad y que la tasa nominal prácticamente duplica la inflación observada. Expuso que la diferencia entre la brecha de la tasa de interés y la de inflación es de las más altas que se registran entre las principales economías emergentes y es la mayor si se toma en cuenta la inflación subyacente. Argumentó que la restricción monetaria debe valorarse también en términos de su duración, la cual está por cumplir dos años y que, consideró, se extenderá a lo largo del horizonte de planeación. Indicó que, ya tomando en cuenta un ajuste en la tasa de interés, se tendrá una posición adecuada y consistente con las presiones esperadas en la inflación. Juzgó que las pausas de mayo y junio permitieron evaluar tanto el proceso desinflacionario como el funcionamiento de los canales de transmisión. Expresó que la postura monetaria debe ser lo más eficiente posible para consolidar la desinflación y procurar un ajuste ordenado de la economía y de los mercados. En este sentido, opinó que debe enfatizarse que el trabajo no ha terminado y que debe mantenerse una actitud vigilante. Comentó que es apropiado continuar con un enfoque dependiente de los datos en el que prevalezca la gradualidad. Resaltó que, hacia delante, los ajustes podrían incluso seguir siendo espaciados y no ser proporcionales al descenso esperado en la inflación durante el resto del año.

Otro miembro recordó que en la decisión anterior la tasa objetivo se mantuvo en 11%, ante una inflación general al alza, la persistencia de la inflación de servicios, las expectativas de inflación por encima de las proyecciones de este Instituto Central y el balance de riesgos de la inflación sesgado al alza. Mencionó que en las últimas seis semanas en su opinión los datos no han mejorado y muestran un entorno más complejo donde no se ha disipado la mayor incertidumbre. Advirtió que en un entorno donde el canal de expectativas es el más importante, hay una falta de credibilidad en el pronóstico de inflación del Banco de México dado que ninguna de las encuestas de expectativas anticipa alcanzar la meta del 3% para finales de 2025 y que, por el contrario, estas anticipan mayores niveles de inflación. Argumentó que debe abandonarse el optimismo crónico derivado de que el esquema de objetivos de inflación con base en pronósticos considera una tasa objetivo determinada bajo el supuesto de que se alcanza la meta inflacionaria del

3% en un horizonte de 8 trimestres. Sin embargo, apuntó que si no se impone este supuesto la inflación proyectada no sería muy diferente a lo que esperan los analistas, lo cual podría estar reflejando la percepción de una política monetaria con una baja incidencia. Por ello, externó la necesidad de mantener una postura restrictiva firme ante una inflación fuera del rango objetivo. Resaltó que la credibilidad es un tema central, por lo que debe transmitirse al público que se hará todo lo posible para cumplir con la meta de inflación, a fin de tener una política monetaria más eficaz. Estimó que con riesgos de inflación al alza, una trayectoria de inflación creciente y expectativas inflacionarias desfavorables no se puede relajar todavía la postura monetaria. Valoró que las señales mixtas de la Reserva Federal hacia un mayor relajamiento, la depreciación cambiaria y la volatilidad reciente en los mercados financieros deben tener un papel secundario en la decisión ante el limitado avance en el combate a la inflación. Sostuvo que los efectos de este entorno externo sobre la postura monetaria relativa aún están por definirse. Argumentó que un relajamiento prematuro contribuiría al incumplimiento del objetivo prioritario, por lo que no se puede ajustar la postura monetaria en este momento. Señaló que tanto instituciones internacionales como múltiples estudios académicos advierten sobre la relevancia de evitar un relajamiento antes de tiempo. Afirmó que la señal que mandaría dicho ajuste sería más relevante que el nivel de la tasa *per se* y que, bajo las condiciones actuales, reducir la tasa objetivo mandaría un mensaje erróneo de que se está satisfecho con una inflación general subiendo. Agregó que si no se observa un progreso en la inflación de servicios, una inflación general a la baja y expectativas de inflación más alineadas con las metas del Instituto Central, difícilmente se podrán mandar señales en otro sentido.

Un miembro sostuvo que la economía continúa enfrentando dos choques que se han acentuado, con efectos sobre la inflación que se contraponen. Mencionó que, por un lado, el tipo de cambio continuó con volatilidad y mostró una depreciación, mientras que por el otro, espera un relajamiento de las condiciones de holgura ligeramente mayor a lo anticipado en junio. Recordó que el traspaso del tipo de cambio a precios es bajo y que la mayor holgura contribuirá a mitigar el riesgo de que sea mayor. Añadió que los signos de desaceleración indicarían que el choque a la actividad tendrá una duración más prolongada, afectando todo el horizonte de política monetaria. Profundizó sobre la información que revela el pronóstico de inflación del Instituto Central

al reiterar que por un lado la revisión de la general es resultado de choques de oferta, manteniéndose el plazo de convergencia, y que por el otro lado se espera que la subyacente continúe descendiendo. Destacó que las expectativas para la subyacente para 2024 y para 12 meses han descendido, lo que indica que el mercado no percibe contaminación de los referidos choques a la subyacente. Sobre el nivel de restricción monetaria, comentó que, dado el desempeño en las expectativas de inflación, la reducción en marzo de 25 puntos base a la tasa de referencia ha resultado en una disminución de solo 9 puntos base en la tasa real *ex-ante*. Subrayó que su nivel es casi el doble del límite superior del rango de neutralidad, por lo que opinó que esta es altamente restrictiva bajo cualquier métrica. Ante el cambio en la perspectiva de política monetaria en otras economías, externó que aun con reducciones la postura monetaria relativa continuará siendo robusta. Considerando esta sólida postura absoluta y relativa rechazó que recortes reflejen complacencia. Al respecto, comentó que una postura restrictiva seguirá siendo imprescindible y en ese sentido consideró que la postura monetaria cuenta con márgenes. Afirmó que, si bien en su momento fue necesario llevar la tasa de referencia a niveles máximos como respuesta a los choques sin precedente, ahora los retos sobre la inflación son de naturaleza distinta, pues las mayores lecturas de la general se explican por el componente no subyacente. En este contexto, enfatizó que la convergencia a la meta de inflación y un ajuste en el grado de restricción son compatibles. Agregó que es necesario no posponer disminuciones en la tasa que son consistentes con el escenario central, pues se correría el riesgo de manejar la política monetaria de forma rezagada, con costos innecesarios para la economía. Señaló que debe conducirse la política monetaria de forma prospectiva, considerando tanto los determinantes observados como los esperados, sin sobreponderar algún dato puntual. Opinó que un enfoque de gradualidad permite reconocer los avances en el proceso desinflacionario, al tiempo que se continúa atendiendo de manera responsable los retos que prevalecen.

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 se disipen 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 10.75%.

Hacia delante, prevé que el entorno inflacionario permita discutir ajustes en la tasa de referencia. Tomará en cuenta la perspectiva de que los choques globales continuarán desvaneciéndose y los efectos de 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 y Omar Mejía Castelazo. Votaron a favor de mantener el objetivo para la Tasa de Interés Interbancaria a un día en un nivel de 11.00% Irene Espinosa Cantellano y Jonathan Ernest Heath Constable.

5. OPINIONES/VOTOS DISIDENTES

Voto. Irene Espinosa Cantellano

Ante el complejo panorama inflacionario no debemos apresurar un ajuste en la postura monetaria. Es imperativo mantener cautela y favorecer un enfoque de administración de riesgos, en beneficio de la credibilidad en este Instituto Central. La inflación general continuó aumentando al hilar cinco incrementos consecutivos y alcanzar niveles no vistos en más de doce meses, alejándose de nuestra meta de 3%. Nuestros pronósticos han tenido que

ajustarse nuevamente al alza; la inflación subyacente disminuye cada vez más lentamente; los elevados niveles de la inflación no subyacente persisten y es probable que se mantengan por encima de lo previsto en nuestros pronósticos, y el riesgo de que contamine al componente subyacente no es menor; las expectativas de inflación continúan por encima de nuestros pronósticos y no muestran signos de inflexión y el balance de riesgos se mantiene sesgado al alza. Hacia delante, la volatilidad cambiaria podría exacerbarse por factores internos y externos. Ello obstaculizaría el proceso desinflacionario, aun ante la desaceleración prevista de la actividad económica. Ante las circunstancias y los riesgos descritos, un recorte en la tasa de referencia minaría la credibilidad de este Instituto Central frente a su compromiso con el mandato constitucional de mantener la estabilidad de precios.

Voto. Jonathan Ernest Heath Constable

La decisión de reducir la postura monetaria nos resta credibilidad ante el hecho de que la inflación general ha aumentado en los últimos cinco meses y ahora se ubica en 5.6%. La inflación subyacente se encuentra en este momento en 4.0%, mientras que las encuestas la ubican en el mismo nivel para fines de este año y apenas en 3.8% para fines de 2025, es decir, ya no esperan que la inflación baje. Incluso nueve instituciones anticipan que la subyacente en diciembre de 2024 será más elevada que la actual. Nuestra trayectoria para la subyacente para los próximos ocho trimestres es sumamente optimista y carece de credibilidad. Los datos actuales de inflación y sus expectativas de mediano plazo simplemente no sustentan esta decisión. El régimen de política monetaria que adoptamos tiempo atrás buscó eliminar la dominancia fiscal y enfocar nuestros esfuerzos prioritariamente en la estabilidad de precios. Votar a favor de reducir la postura monetaria en este momento, ante un elevado déficit fiscal y una todavía no confirmada debilidad de la actividad económica, mientras nos ubicamos lejos de nuestras metas, pudiera interpretarse como prematuro mientras no aseguremos que vamos por el camino correcto sustentado en datos más firmes.

ANEXO*

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

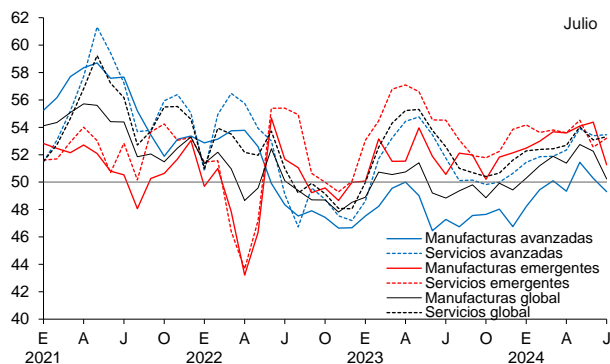
A.1. Condiciones externas

A.1.1. Actividad económica mundial

Se estima que en el segundo trimestre de 2024 la actividad económica mundial se haya expandido a un ritmo menor que en el primer trimestre, aunque con un comportamiento heterogéneo entre países. Lo anterior habría reflejado, en general, un menor crecimiento de las economías emergentes, luego del robusto desempeño que estas exhibieron durante el primer trimestre. Por su parte, las economías avanzadas se habrían expandido a un ritmo mayor en relación con el trimestre previo. Los índices de gerentes de compras de julio apuntan a un avance en el sector servicios en el nivel global (Gráfica 1). Dichos índices también sugieren una desaceleración de la actividad manufacturera en las economías emergentes y un estancamiento de este sector en las avanzadas. Los indicadores recientes de comercio mundial mostraron un crecimiento modesto en relación con el primer trimestre. 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.

Durante el segundo trimestre de 2024, la economía estadounidense creció a un ritmo superior al observado en el trimestre anterior, apoyada por la solidez de la demanda interna. El Producto Interno Bruto (PIB) aumentó a una tasa trimestral ajustada por estacionalidad de 0.7%, después de haberse incrementado 0.4% en el primer trimestre (Gráfica 2).¹ Este desempeño reflejó, principalmente, las contribuciones positivas del consumo privado, la variación en inventarios y 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.^{1/}



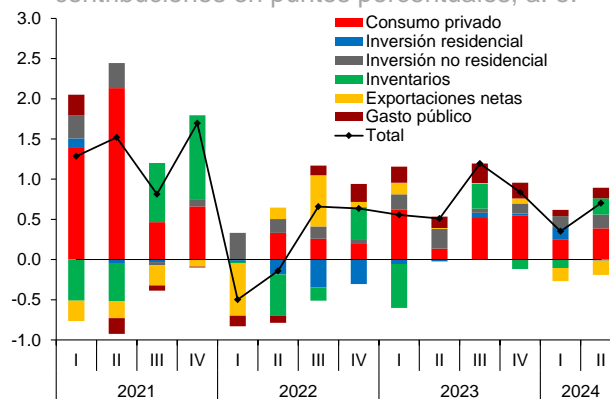
a. e. / Cifras con ajuste estacional.

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 apunta que no hubo cambios.

Fuente: IHS Markit.

Gráfica 2
EUA: PIB real y sus componentes

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



a. e. / Cifras con ajuste estacional.

Fuente: Bureau of Economic Analysis (BEA).

La producción industrial en Estados Unidos aumentó 0.6% a tasa mensual ajustada por estacionalidad en junio, luego de haber crecido 0.9% en mayo. El desempeño de la actividad industrial en junio fue resultado del avance de 2.8% en el rubro de generación de electricidad y gas, y de los

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

¹ Expresada como tasa trimestral anualizada y ajustada por estacionalidad, la variación del PIB de Estados Unidos fue de 1.4% en el primer trimestre de 2024 y de 2.8% en el segundo.

respectivos crecimientos de 0.4 y 0.3% de la producción manufacturera y de la minería. Los índices de gerentes de compras apuntan a un estancamiento de la actividad manufacturera en julio.

El mercado laboral en Estados Unidos ha mostrado señales más claras de relajamiento, acercándose a una situación de mejor balance entre la oferta y la demanda de trabajo. La nómina no agrícola continuó exhibiendo una moderación en su ritmo de expansión al generar 114 mil nuevas plazas en julio, cifra menor al promedio mensual del primer trimestre de 276 mil nuevas plazas y a las 179 mil nuevas plazas registradas en junio. La de julio es una de las lecturas más bajas en el periodo de recuperación de la pandemia. Las solicitudes iniciales del seguro de desempleo han exhibido una tendencia al alza desde finales de abril, ubicándose en 249 mil nuevas solicitudes en la semana que concluyó el 27 de julio. La tasa de desempleo aumentó de 4.1% en junio a 4.3% en julio, siendo el cuarto incremento consecutivo. Estos incrementos la colocaron en su nivel más alto desde noviembre de 2021. El número de plazas vacantes, después de exhibir una tendencia descendente desde mayo de 2022, se mantuvo estable alrededor de 8.2 millones en mayo y junio, permaneciendo por encima de los niveles previos a la pandemia. Por su parte, la variación del índice de costo del empleo disminuyó de 1.2% a tasa trimestral en el primer trimestre a 0.9% en el segundo. Finalmente, las remuneraciones promedio por hora continuaron desacelerándose, al pasar de una variación anual de 4.0% en junio a una de 3.8% en julio.

En la zona del euro, la actividad económica en el segundo trimestre del año se expandió a un ritmo similar al observado en el primer trimestre.² Ello estuvo apoyado principalmente por la expansión en el sector de servicios. Por su parte, el mercado laboral en la zona del euro continuó mostrando solidez. La tasa de desempleo aumentó de 6.4% en mayo a 6.5% en junio. A pesar del incremento en el margen, permanece en niveles históricamente bajos. Lo anterior, en un contexto en el que la tasa de participación laboral ha venido aumentando.

Respecto del resto de las principales economías avanzadas, se espera que registren una expansión en el segundo trimestre de 2024, aunque con

diferencias en su ritmo de crecimiento. En el caso particular de Japón, se anticipa que la actividad económica presente una recuperación, luego de la fuerte contracción que experimentó el trimestre anterior. Los mercados laborales de este grupo de economías han mostrado, en general, señales de relajamiento. No obstante, se mantuvieron apretados.

Se prevé que la mayoría de las principales economías emergentes haya mostrado un menor dinamismo en el segundo trimestre del año en relación con el trimestre previo, principalmente en Asia Emergente y América Latina. Este fue el caso de la economía china. Su actividad mostró una desaceleración en relación con el primer trimestre del año. Ello a pesar de los diversos estímulos que sus autoridades han implementado para impulsar el crecimiento. El PIB creció a una tasa trimestral ajustada por estacionalidad de 0.7%, luego de haber aumentado 1.5% en el trimestre anterior.³ Este desempeño reflejó un menor dinamismo del consumo y una actividad inmobiliaria aún deprimida, lo cual fue parcialmente contrarrestado por la fortaleza de las exportaciones y de la actividad manufacturera.

Desde la última decisión de política monetaria en México, los precios internacionales de las materias primas mostraron, en general, un comportamiento a la baja. Las cotizaciones del petróleo disminuyeron durante la mayor parte del periodo. Si bien hacia finales de junio y principios de julio se observó un aumento de los precios del crudo ante la expectativa de una mayor demanda en el hemisferio norte durante el verano, a partir de la segunda semana de julio exhibieron una tendencia a la baja. Esto último debido, en parte, a la perspectiva de una menor demanda por parte de China. A principios de agosto, las cotizaciones del crudo registraron presiones adicionales a la baja ante la caída abrupta de los mercados de valores, lo que reflejó una perspectiva relativamente más negativa de la economía estadounidense respecto de las expectativas prevalecientes hasta julio. Asimismo, el conflicto geopolítico en Medio Oriente ocasionó episodios de volatilidad en las cotizaciones del crudo. En cuanto a las cotizaciones del gas natural, en general, registraron presiones a la baja ante la expectativa de una menor demanda en Estados Unidos, al igual que por los niveles de inventarios relativamente más

² 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 0.3% en segundo trimestre. Expresada como tasa trimestral anualizada y ajustada por estacionalidad, la

variación del PIB de la zona del euro fue de 1.1% en el primer trimestre de 2024 y de 1.0% en el segundo trimestre.

³ Expresada como tasa anual, la variación del PIB de China fue de 5.3% en el primer trimestre de 2024 y de 4.7% en el segundo trimestre.

altos en ese país y en Europa. No obstante, la cotización europea en la última semana de julio registró presiones al alza debido, en parte, a una menor producción de gas en Noruega y Australia por el mantenimiento de su infraestructura de procesamiento, así como por preocupaciones por el suministro ante el conflicto en Medio Oriente. Los precios de los granos disminuyeron como resultado, en buena medida, de mayores cosechas en Estados Unidos y de un clima favorable que ha generado expectativas de una mayor producción agrícola en ese país. Los precios de los metales industriales exhibieron un comportamiento a la baja asociado con la expectativa de una menor demanda por parte de China y con los niveles de inventarios relativamente altos en diversos países. Por su parte, los precios de los metales preciosos mostraron un comportamiento al alza ante la expectativa de que las condiciones financieras se relajen más pronto de lo que se anticipaba al cierre del primer trimestre del año. Así, la cotización del oro alcanzó máximos históricos durante la tercera semana de julio.

A.1.2. Política monetaria y mercados financieros internacionales

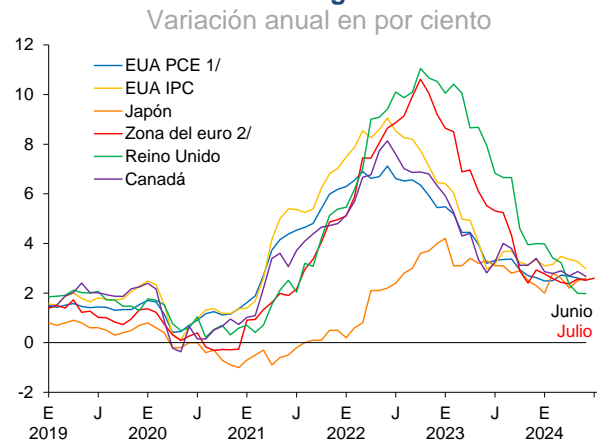
En la mayoría de las economías avanzadas, la inflación general anual disminuyó en su lectura más reciente, luego de que en algunos países se registraran ligeros aumentos en meses previos (Gráfica 3). La reducción fue resultado, en general, de menores presiones en los precios de los alimentos, del componente subyacente, principalmente del rubro de bienes y, en algunos casos, de los energéticos. En la mayoría de las economías avanzadas, la inflación general continuó por encima de los objetivos de sus respectivos bancos centrales. No obstante, en algunos casos, entre ellos los de Reino Unido y Canadá, se ubicó en su objetivo puntual o dentro del intervalo de variabilidad de cada instituto central.

En Estados Unidos, la inflación general anual medida por el deflactor del gasto en consumo personal disminuyó de 2.6% en mayo a 2.5% en junio. Esta reducción reflejó una caída en la inflación anual de los energéticos. La inflación del componente subyacente se mantuvo prácticamente sin cambio en 2.6% en el mismo periodo. No obstante, la variación mensual del componente subyacente se ha ubicado desde mayo en niveles inferiores a los observados en el primer trimestre, principalmente como resultado de menores presiones en los precios de los servicios. Por su parte, el índice de precios al consumidor disminuyó de 3.3% en mayo a 3.0% en junio, al tiempo que su

componente subyacente se redujo de 3.4 a 3.3% en el mismo periodo.

Los pronósticos de inflación elaborados por analistas prevén una moderación de la inflación general al cierre de 2024 respecto de los niveles actuales para algunas de las principales economías avanzadas. Por su parte, las expectativas de inflación de mayor plazo derivadas de instrumentos financieros para algunas de estas economías exhibieron una disminución, particularmente en semanas recientes, respecto de las expectativas registradas en la última semana de junio. Las expectativas de inflación tanto de corto como de largo plazo se mantuvieron en niveles por encima de los objetivos de inflación en la mayoría de las economías avanzadas.

Gráfica 3
Economías avanzadas seleccionadas:
inflación general



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

2/ Cifras preliminares para julio.

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

En un amplio número de economías emergentes, la inflación general anual registró incrementos en su lectura más reciente. Ello, en parte, ante mayores presiones en los precios de los energéticos y de los alimentos. A pesar de lo anterior, en varios casos la inflación general se ubicó dentro del intervalo de variabilidad considerado por cada instituto central. Por su parte, la inflación subyacente exhibió una disminución en la mayoría 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 heterogénea, considerando las circunstancias específicas de cada país.

En las principales economías avanzadas, la mayoría de los bancos centrales continuó con la reducción gradual de sus tenencias de valores y algunos redujeron sus tasas de referencia. El Banco de Canadá recortó su tasa de interés en julio por segunda ocasión consecutiva y el Banco de Inglaterra anunció su primer recorte desde 2020. Otros institutos centrales las mantuvieron sin cambio, incluyendo la Reserva Federal de Estados Unidos. En cambio, el de Japón la incrementó. Esto último, junto con la reducción observada en el dinamismo del mercado laboral en Estados Unidos, contribuyeron a que los mercados financieros internacionales registraran volatilidad recientemente.

En mayor detalle, en su reunión de julio, la Reserva Federal de Estados Unidos mantuvo sin cambio el rango objetivo para la tasa de fondos federales por octava decisión consecutiva. Así, el rango objetivo siguió ubicándose entre 5.25 y 5.50%. El Comité Federal de Mercado Abierto (*FOMC*) señaló que los riesgos para lograr sus objetivos de empleo e inflación continúan moviéndose hacia un mejor equilibrio y que se encuentra atento a los riesgos para ambas partes de su doble mandato. Si bien mencionó que ha habido cierto avance adicional hacia el objetivo de inflación, el Comité reiteró que no espera que sea apropiado reducir el rango objetivo para la tasa de fondos federales hasta que tenga mayor confianza de que la inflación está convergiendo de forma sostenible hacia el objetivo de 2%. Adicionalmente, la Reserva Federal continuó con la reducción del tamaño de su hoja de balance.

En conferencia de prensa, el presidente de dicha institución comentó que las lecturas de inflación del segundo trimestre de este año han aumentado su confianza en que la inflación se está moviendo de manera sostenida hacia el objetivo del 2%. Agregó que el Comité no ha tomado decisiones sobre reuniones futuras y que, si bien el sentimiento general del Comité es que la economía se está acercando al punto en el que será apropiado reducir la tasa de referencia, ello dependerá de los indicadores económicos. Detalló que si el conjunto de datos, la evolución de las perspectivas económicas y el balance de riesgos son consistentes con aumentar su confianza de la

trayectoria descendente sostenida de la inflación y con un mercado laboral sólido, la reducción de la tasa podría darse en la reunión de septiembre.

El Banco Central Europeo decidió mantener sus tasas de referencia sin cambios en su reunión de julio, luego de haberlas recortado en 25 puntos base (pb) en su decisión de junio. Así, sus tasas de refinanciamiento, de préstamos y de depósitos se ubican en 4.25, 4.5 y 3.75%, respectivamente. Su Consejo de Gobierno señaló que es probable que la inflación general se mantenga por encima del objetivo hasta el próximo año. 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. Indicó nuevamente que continuará con un enfoque dependiente de los datos económicos y financieros para determinar la duración y el nivel apropiado de dicha restricción. Reafirmó que no se está comprometiendo con una trayectoria de política monetaria en particular. En relación con el Programa de Emergencia por la Pandemia (*PEPP*), el Consejo de Gobierno dejó de reinvertir a partir de julio la totalidad de los pagos de las tenencias de valores adquiridos bajo el marco de dicho programa, reduciendo la cartera en un promedio de 7,500 millones de euros al mes, y tiene previsto interrumpir las reinversiones a finales del 2024.

En conferencia de prensa, la presidenta de dicha institución señaló que, si bien están en una senda desinflacionaria, las presiones domésticas sobre los precios continúan siendo elevadas, y la interconexión entre salarios, ganancias y productividad puede generar incertidumbre en torno a dicha senda. Indicó que lo que se decida en su reunión de septiembre está abierto y se determinará en función de todos los datos que se tengan disponibles.

En contraste, en su reunión de julio, el Banco de Japón aumentó su tasa de referencia de un rango de 0.0 a 0.1% a alrededor de 0.25%, movimiento que no había sido anticipado por los analistas. Ello, luego de haberla incrementado previamente en el mes de marzo y de haberla mantenido en niveles negativos por más de ocho años.⁴ Dicho banco central también

⁴ En su reunión de marzo, el Banco de Japón aumentó su tasa de referencia de -0.1% a un rango de 0.0 a 0.1%, después de haberla mantenido en niveles negativos por más de ocho años. Este fue el primer aumento de tasa desde 2007. En esa reunión, eliminó el control de la curva de rendimientos que mantenía el nivel objetivo de la tasa de interés de los bonos gubernamentales japoneses (*JGB*) de diez años alrededor del 0%. En sus

reuniones de abril y junio, mantuvo la tasa de referencia sin cambio. En su reunión de julio, anunció un plan para reducir la cantidad de sus compras mensuales de bonos del gobierno japonés (*JGB*) de manera que esta sea de alrededor de 3 billones de yenes en enero-marzo de 2026. En principio, la cantidad se reducirá en alrededor de 400 mil millones de yenes cada

anunció un plan para reducir la cantidad de sus compras de bonos del gobierno japonés. La Junta de dicho banco central señaló que la actividad económica y los precios del país han evolucionado en línea con los pronósticos de abril. Mencionó el incremento en la inversión, la resiliencia del consumo privado y los incrementos salariales. En este sentido, la Junta juzgó apropiado ajustar el grado acomodaticio de la política monetaria para lograr el objetivo de inflación de manera sostenible y estable. Indicó que espera que las tasas de interés reales se mantengan significativamente negativas y que las condiciones financieras acomodaticias continuarán apoyando a la actividad económica. La Junta indicó que, hacia delante, si los pronósticos más recientes de actividad económica y de precios se materializan, el banco continuará aumentando la tasa de referencia y ajustando el grado acomodaticio de la política monetaria. Durante la conferencia de prensa tras la decisión, el gobernador de dicho banco central señaló que los futuros incrementos dependerán de los datos e indicó que aún queda camino por recorrer para alcanzar la tasa neutral.

En las principales economías emergentes, algunos institutos centrales, principalmente de las regiones de América Latina y Europa del Este, continuaron recortando sus tasas de interés. No obstante, algunos de estos institutos centrales moderaron la magnitud de sus recortes o incluso mantuvieron sus tasas sin cambio en sus decisiones más recientes. En China, el banco central anunció el recorte de varias de sus tasas de interés de referencia en julio. Entre ellas, la tasa de interés de las operaciones de recompra inversa a 7 días, la tasa de interés preferencial de préstamos (*LPR*) de 1 año y la tasa de facilidad de préstamos de mediano plazo (*MLF*), las cuales no habían sido ajustadas desde agosto de 2023. Adicionalmente, recientemente el banco central de Rusia incrementó 200 pb su tasa de referencia, colocándose en su nivel más alto desde abril de 2022.

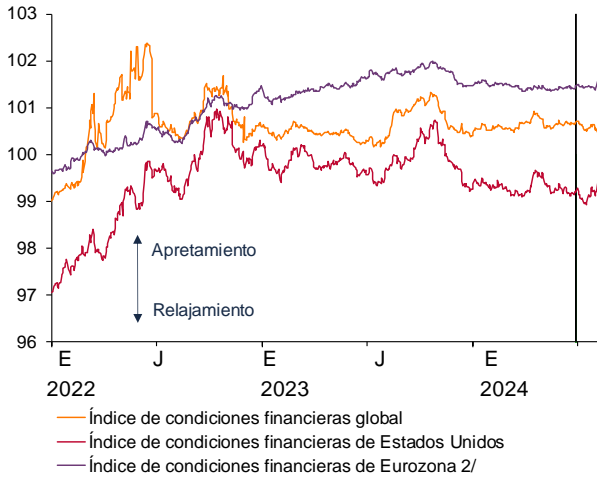
Respecto de las acciones futuras, los institutos centrales indicaron, en general, que los ajustes hacia delante de las tasas continuarán dependiendo de la información económica y sus implicaciones para el panorama inflacionario. Algunas de estas instituciones anticipan que las tasas de referencia permanezcan en niveles restrictivos por cierto tiempo y comunicaron que se encuentran preparadas para realizar ajustes adicionales de ser necesario, con el fin de regresar la inflación a su objetivo.

En la primera mitad de julio, las condiciones financieras internacionales exhibieron cierto relajamiento ante la publicación de datos de inflación en Estados Unidos por debajo de lo previsto y datos de empleo indicando señales de un mayor balance entre la oferta y demanda en el mercado laboral. Lo anterior, llevó a un ajuste a la baja de la trayectoria esperada para la tasa de fondos federales. A partir de la segunda mitad de julio se revirtió el relajamiento observado en las condiciones financieras mundiales debido, en parte, a la elevada volatilidad de los mercados accionarios en algunas economías avanzadas, motivada en buena medida, por correcciones en las acciones del sector de alta tecnología en ese país. Adicionalmente, a inicios de agosto, la publicación de datos del mercado laboral que sugerían un menor dinamismo del empleo en Estados Unidos generó preocupaciones sobre las perspectivas económicas en ese país y un deterioro adicional de las condiciones financieras mundiales (Gráfica 4). Asimismo, el aumento no esperado de las tasas de referencia por parte del Banco de Japón contribuyó a dicho deterioro. Este episodio de volatilidad acentuó las diferencias en las trayectorias esperadas de tasas de política monetaria implícitas en las curvas de swaps (*OIS*) (Gráfica 5). Así, en particular para Estados Unidos y zona del euro, las trayectorias implícitas prevén disminuciones en las tasas de referencia a finales del tercer trimestre de 2024, con recortes acumulados entre 70 y 120 pb durante 2024.

trimestre. Asimismo, anunció cambios en las tasas de interés que aplica a diversas facilidades, entre ellas, la facilidad de depósito

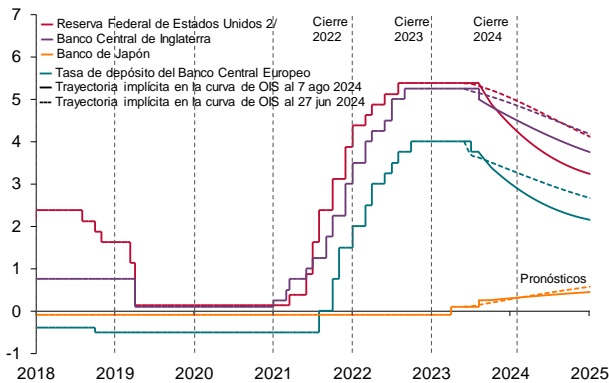
complementaria y la medida de provisión de fondos para estimular el préstamo bancario.

Gráfica 4
Índice de condiciones financieras^{1/}
Unidades



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

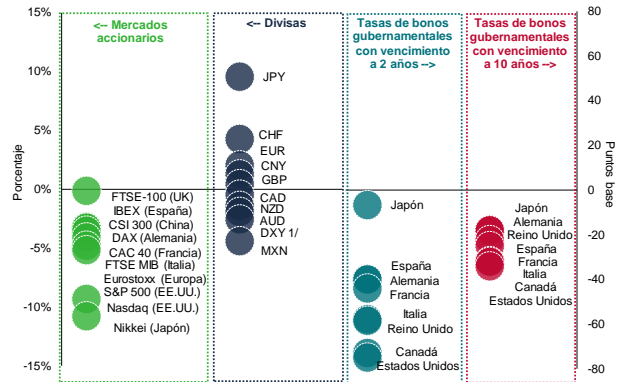
Gráfica 5
Tasas de referencia y trayectorias implícitas en curvas OIS^{1/}
Porcentaje



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

Como resultado de los factores antes mencionados, las tasas de mediano y largo plazo en la mayoría de las principales economías avanzadas y emergentes registraron disminuciones importantes. Los mercados accionarios de economías avanzadas presentaron caídas, con una importante volatilidad, especialmente en Japón y en Estados Unidos (Gráfica 6). Respecto de los mercados cambiarios, el dólar estadounidense se depreció frente a la mayoría de las monedas de países avanzados. Asimismo, a principios de agosto se observó una fuerte apreciación del yen que contribuyó a una mayor volatilidad en los mercados cambiarios ante la liquidación de las elevadas posiciones cortas con respecto al yen japonés para financiar las posiciones de acarreo en monedas de países con mayores tasas de interés (Gráfica 7). Esto como resultado de la expectativa de que el Banco de Japón continúe aumentando las tasas de referencia de ese país en el futuro. 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 6
Variación de indicadores financieros seleccionados del 27 junio al 07 de agosto 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 21 de junio de 2024

Porcentaje, puntos base

Región	País	Divisas	Bolsas	Tasas de Interés 2A	Tasas de Interés 10A	CDS
América Latina	México	-8.10%	-1.03%	-56	-30	13
	Brasil	-6.48%	3.72%	13	-19	5
	Chile	-2.23%	-2.67%	29	-18	9
	Colombia	0.34%	-3.55%	-106	-45	-4
	Perú	1.67%	-4.24%	-9	-28	8
Europa emergente	Rusia	4.61%	-5.24%	319	167	N.D.
	Polonia	2.89%	-5.52%	-50	-61	0
	Turquía	-1.68%	-2.77%	-124	-50	17
	Rep. Checa	1.34%	2.44%	-60	-49	2
	Hungría	2.16%	2.61%	-95	-58	-2
Asia	China	1.96%	-3.10%	-21	-14	-1
	Malasia	6.06%	1.30%	-16	-17	-1
	India	-0.36%	4.89%	-17	-8	-3
	Filipinas	1.56%	7.26%	-30	-59	0
	Tailandia	3.91%	0.51%	-16	-15	-1
	Indonesia	1.61%	6.22%	-20	-30	1
	África	Sudáfrica	-3.57%	0.97%	-32	-40

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

Fuente: Bloomberg.

A.2. Evolución de la economía mexicana

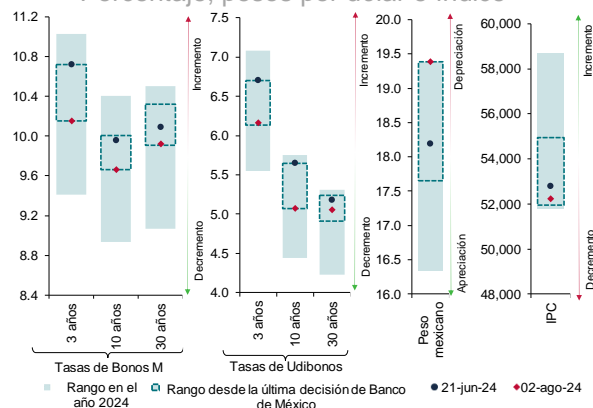
A.2.1. Mercados en México

Desde la última decisión de política monetaria en México, los mercados financieros nacionales resintieron la volatilidad que presentaron los internacionales y presentaron un desempeño diferenciado por tipo de activo. La cotización del peso mexicano frente al dólar registró una depreciación significativa, las tasas de interés mostraron caídas generalizadas y el mercado accionario se vio afectado por la expectativa de menor crecimiento económico (Gráfica 8).

Desde la última decisión de política monetaria en México, la moneda nacional operó en un rango de 2.64 pesos, entre 17.60 y 20.24 pesos por dólar. Durante el periodo, presentó una depreciación de 8.10% (Gráfica 9), provocada por factores como la liquidación de posiciones de acarreo frente al yen, la evolución del panorama electoral y de moderación económica en Estados Unidos, y la persistencia de factores de riesgo idiosincrásicos. Este comportamiento ocurrió en un entorno caracterizado por mayor volatilidad y un deterioro en las condiciones de operación.

Gráfica 8 Desempeño y condiciones de operación de mercados mexicanos

Porcentaje, pesos por dólar e índice

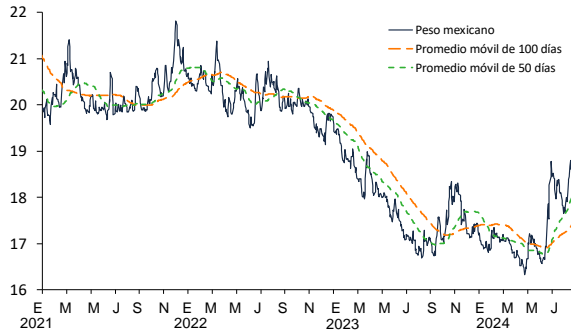


Fuente: Bloomberg y Proveedor Integral de Precios (PIP).

Las tasas de interés de los valores gubernamentales presentaron decrementos a lo largo de la curva de rendimientos, alcanzando disminuciones de hasta 71 puntos base en la parte media de la misma (Gráfica 10). Asimismo, los rendimientos de instrumentos a tasa real mostraron un comportamiento positivo con decrementos de hasta 59 puntos base en los bonos de corto y mediano plazo. En este contexto, las primas de compensación por inflación y riesgo inflacionario implícitas en los diferenciales entre las tasas nominales y reales de instrumentos de mercado mostraron una elevada volatilidad y movimientos diferenciados por plazo (Gráfica 11). Por su parte, las primas de riesgo, incluyendo los diferenciales de rendimiento entre las tasas de bonos gubernamentales de Estados Unidos y México, así como las primas por plazo, exhibieron incrementos moderados. El mercado de renta fija mostró una mejora en sus condiciones de operación.

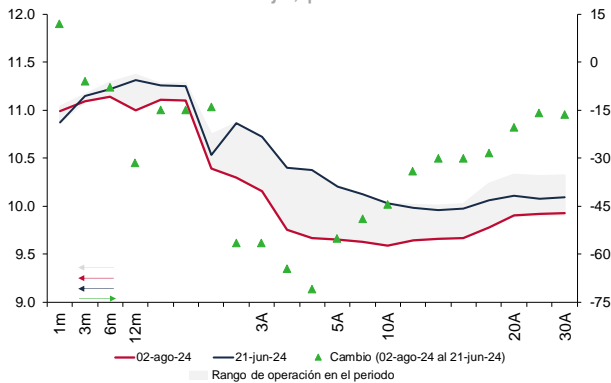
En lo que concierne a las expectativas de la trayectoria de la tasa de referencia de política monetaria, la información implícita en la curva de swaps de tasas de interés incorpora con una elevada probabilidad una disminución de tasas de interés en la decisión de agosto de 2024, y presenta una expectativa de 10.10% y 8.59% en la tasa objetivo para los cierres de 2024 y 2025, respectivamente (Gráfica 12). A su vez, la mediana de la encuesta de Citibanamex publicada el 6 de agosto anticipa un recorte de 25 puntos base en la reunión de septiembre. Con respecto al cierre de año, la mediana correspondiente ubica la tasa de referencia en 10.50%.

Gráfica 9
Tipo de cambio del peso mexicano
 Pesos por dólar



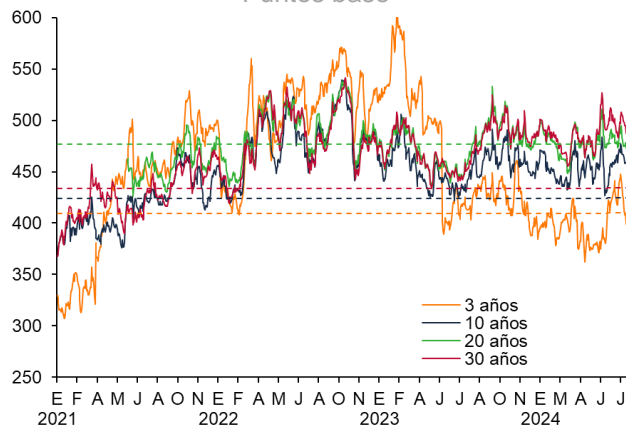
Fuente: Banco de México

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



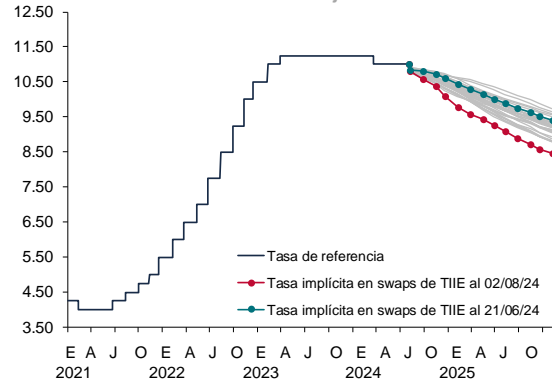
Fuente: Proveedor Integral de Precios (PIP).

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



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

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



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

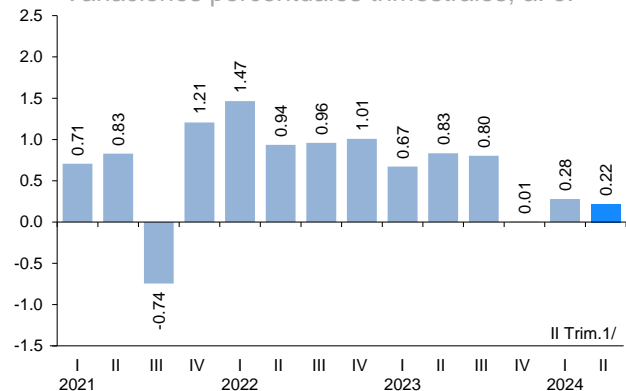
Fuente: Proveedor Integral de Precios (PIP).

A.2.2. Actividad económica en México

De acuerdo con la estimación oportuna del PIB de México publicada por el INEGI, en el segundo trimestre de 2024 la actividad productiva registró un bajo crecimiento, con lo que se extendió la debilidad que ha exhibido desde finales de 2023 (Gráfica 13).

Gráfica 13
Producto Interno Bruto

Variaciones porcentuales trimestrales, a. e.



a. e. / Cifras con ajuste estacional.

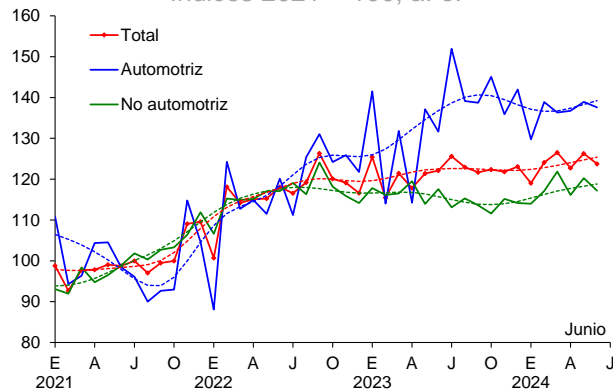
1/ La cifra correspondiente al segundo trimestre de 2024 se refiere a la estimación oportuna del PIB trimestral publicada por el INEGI.

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

En lo que respecta a la evolución de la demanda interna, en el bimestre abril-mayo de 2024 el consumo se contrajo respecto del trimestre previo. En el interior de este indicador, tanto el consumo de bienes como el de servicios exhibieron debilidad. La inversión fija bruta siguió mostrando una moderada recuperación, aunque el ritmo de crecimiento en lo que va de 2024 ha sido menor que el observado entre el último trimestre de 2022 y el tercero de

2023. Al respecto, la inversión en construcción siguió reactivándose, al tiempo que la inversión en maquinaria y equipo continuó desacelerándose. En cuanto a la demanda externa, en el segundo trimestre de 2024 las exportaciones manufactureras se mantuvieron débiles, como reflejo de cierto estancamiento tanto en los envíos automotrices como en los no automotrices (Gráfica 14).

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.

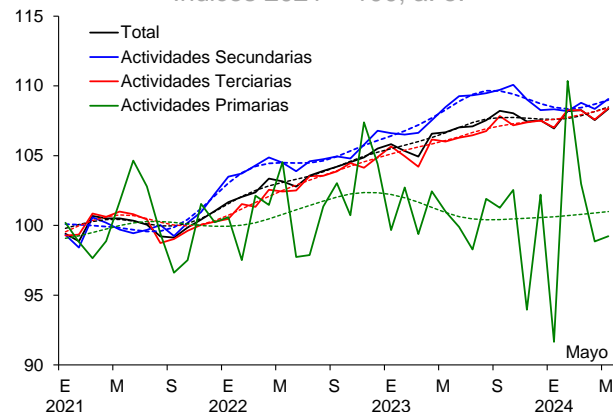
Fuente: Banco de México con base en SAT, SE, Banco de México, INEGI. Balanza Comercial de Mercancías de México. SNIEG. Información de Interés Nacional.

Por el lado de la producción, en el bimestre abril-mayo los servicios presentaron una pérdida de dinamismo (Gráfica 15). A su vez, a pesar del avance en el trimestre, la actividad industrial continuó exhibiendo un débil desempeño. Ello reflejó, en buena medida, la atonía del sector de las manufacturas. En contraste, la construcción presentó un mejor desempeño y se ubicó en niveles altos (Gráfica 16).

En cuanto a la posición cíclica de la economía, la brecha del producto, cuya estimación venía tornándose cada vez menos positiva, prácticamente se cerró ante la debilidad de la actividad económica (Gráfica 17). En junio de 2024, el mercado laboral siguió mostrando fortaleza, si bien con una moderación en el margen. En particular, tanto la tasa de desocupación nacional como la urbana crecieron

en su comparación mensual. No obstante, ambas permanecieron en niveles bajos (Gráfica 18). En julio, la creación de empleo formal afiliado al IMSS siguió desacelerándose con datos ajustados por estacionalidad. Por último, en mayo de 2024 el costo unitario de la mano de obra en el sector manufacturero repuntó y se ubicó en niveles elevados (Gráfica 19).

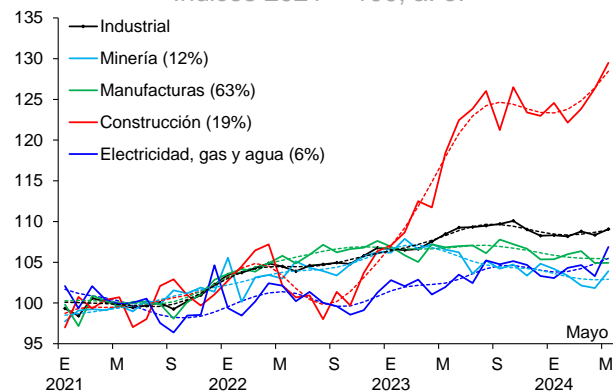
Gráfica 15
Indicador Global de la Actividad Económica
Índices 2021 = 100, a. e.



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 16
Actividad industrial ^{1/}
Índices 2021 = 100, a. e.

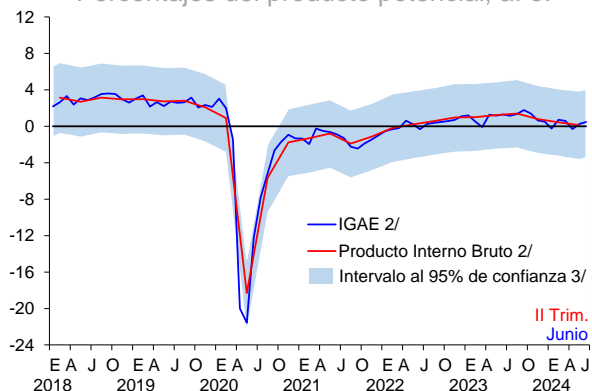


a. e. / Serie con ajuste estacional y serie de tendencia. La primera se representa con la línea sólida y la segunda con la punteada.

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

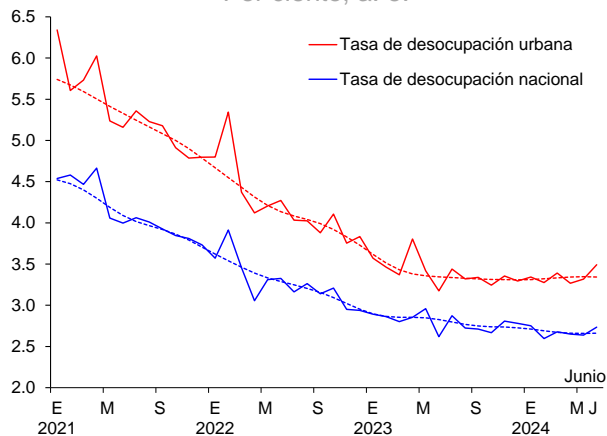
Fuente: Sistema de Cuentas Nacionales de México (SCNM), INEGI.

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



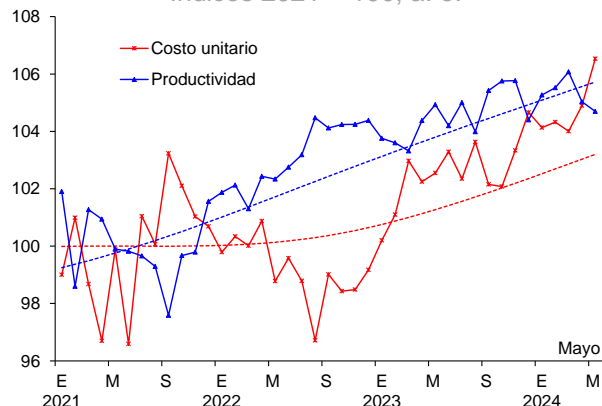
a. e. / Elaboración a partir de cifras con ajuste estacional.
 1/ Estimadas con el filtro de Hodrick-Prescott con corrección de colas; ver Banco de México (2009), "Informe sobre la Inflación, Abril-Junio 2009", pág.74.
 2/ Cifras del PIB oportuno al segundo trimestre de 2024 y del IGAE a junio de 2024,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

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



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

Gráfica 19
Productividad y costo unitario de la mano
de obra en el sector manufacturero ^{1/}
 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.

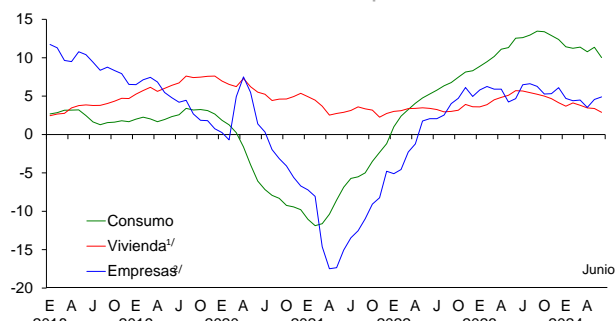
El financiamiento interno al sector privado continuó creciendo en junio de 2024, si bien a un ritmo menor respecto del dinamismo observado a lo largo de 2023. En su interior, el crédito de la banca comercial a las empresas registró una tasa de crecimiento inferior a la observada al cierre del año anterior (Gráfica 20). Asimismo, las carteras de crédito destinadas a hogares siguieron mostrando una moderación en su ritmo de expansión.

En lo relacionado con el costo de financiamiento, las tasas de interés del crédito bancario a las empresas se mantuvieron en niveles elevados en junio de 2024. En tanto, los márgenes de intermediación del crédito no registraron cambios significativos en el periodo. Respecto del crédito a la vivienda, las tasas de interés bancarias permanecieron en un nivel similar al observado antes de la pandemia. Por último, en lo correspondiente al crédito de la banca comercial al consumo, las tasas de interés de las tarjetas de crédito no mostraron cambios significativos en abril de 2024, de manera que continuaron situándose en niveles relativamente elevados.

En cuanto a la calidad de la cartera, los índices de morosidad del crédito bancario a empresas y a hogares continuaron ubicándose en niveles bajos en junio de 2024. En el segmento de consumo, dicho indicador no registró cambios significativos en el mes, de modo que se ha frenado la tendencia ascendente que se observó en la segunda mitad de 2023.

Gráfica 20
Crédito vigente de la banca comercial al sector privado

Variación anual en por ciento



1/ Cifras ajustadas por 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.

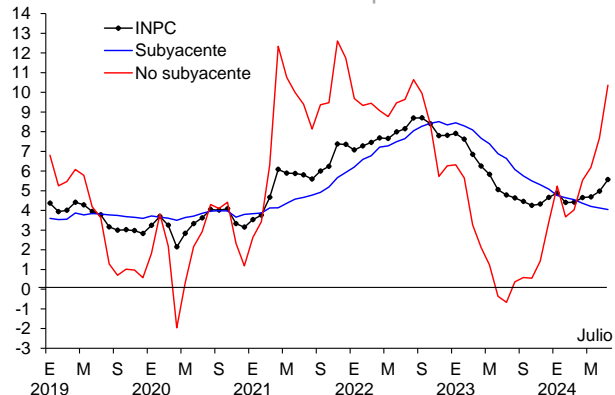
Fuente: Banco de México.

A.2.3. Comportamiento y perspectivas de la inflación

La inflación general anual se incrementó de 4.98 a 5.57% entre junio y julio de 2024 (Gráfica 21 y Cuadro 1). Dicho comportamiento al alza se debió al aumento de la inflación no subyacente. En contraste, la subyacente continuó reduciéndose.

Gráfica 21
Índice Nacional de Precios al Consumidor

Variación anual en por ciento

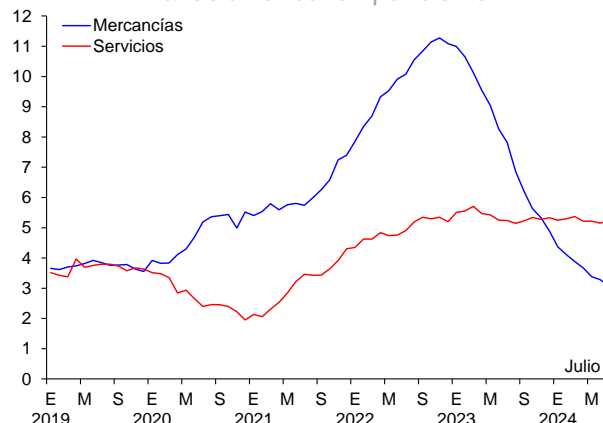


Fuente: INEGI.

Entre junio y julio de 2024, la inflación subyacente anual disminuyó de 4.13 a 4.05%. En su interior, la inflación anual de las mercancías se redujo de 3.28 a 3.09% (Gráfica 22), influida por el descenso de 4.22 a 4.03% en la de las alimenticias y de 2.16 a 1.95% en la de las no alimenticias (Gráfica 23). Por su parte, la inflación anual de los servicios continuó en niveles elevados y sin exhibir una clara tendencia descendente. En las fechas referidas registró 5.15 y 5.22%, respectivamente.

Gráfica 22
Subíndice subyacente de las mercancías y servicios

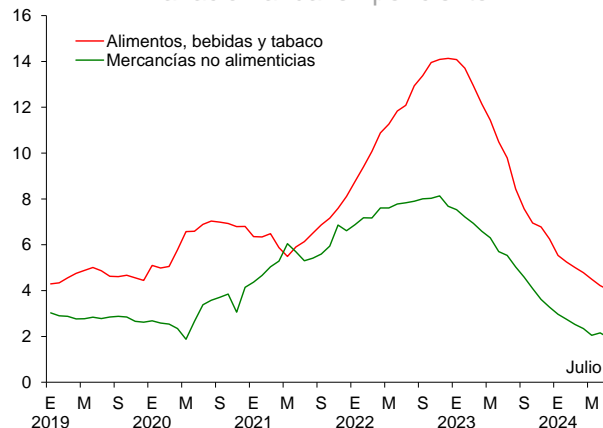
Variación anual en por ciento



Fuente: INEGI.

Gráfica 23
Subíndice subyacente de las mercancías

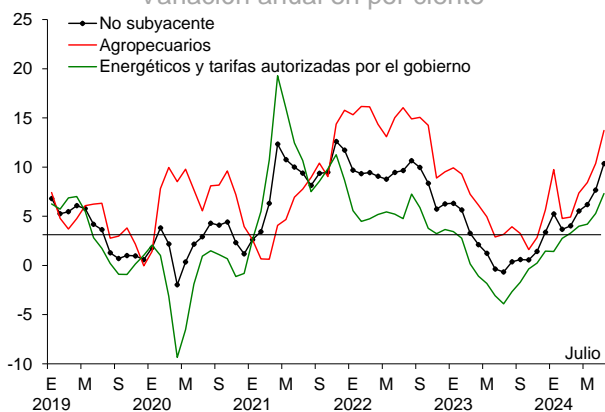
Variación anual en por ciento



Fuente: INEGI.

La inflación no subyacente anual se incrementó de 7.67 a 10.36% entre junio y julio de 2024 (Gráfica 24 y Cuadro 1). Este desempeño reflejó presiones sobre los precios de los agropecuarios y de los energéticos. En dicho lapso, la inflación anual de los agropecuarios se elevó de 10.36 a 13.72% impulsada, principalmente, por el aumento de 19.73 a 23.55% en la variación anual de los precios de las frutas y verduras. Lo anterior, ante los choques de oferta que afectaron los precios de algunos de sus componentes. Adicionalmente, la inflación anual de los productos pecuarios se incrementó de 2.89 a 5.36%. Por su parte, en igual comparación, la inflación anual de los energéticos aumentó de 6.32 a 9.17%. Este resultado se debió, principalmente, al incremento de 12.71 a 25.61% en la variación anual de los precios del gas L.P., influido por el comportamiento de sus referencias internacionales.

Gráfica 24
Índice de precios no subyacente
Variación anual en por ciento



Fuente: INEGI.

Respecto de las expectativas de inflación provenientes de la encuesta que levanta el Banco de México entre especialistas del sector privado, entre mayo y julio de 2024 la mediana correspondiente a la inflación general para el cierre de 2024 aumentó de 4.27 a 4.58%, mientras que la correspondiente al

componente no subyacente aumentó de 4.91 a 6.76%.⁵ Ello ante el comportamiento ascendente de la inflación no subyacente que se acentuó desde la segunda quincena de julio. En contraste, la mediana correspondiente al componente subyacente disminuyó de 4.07 a 3.97%. Por su parte, las expectativas de inflación para el cierre de 2025 se incrementaron. La mediana para el índice general pasó de 3.71 a 3.83%. La correspondiente al componente subyacente permaneció en un nivel similar al pasar de 3.70 a 3.71%. A su vez, la mediana de las expectativas para los siguientes cuatro años se mantuvo en 3.70% para el caso de la inflación general, mientras que para el de la inflación subyacente se observó un ajuste de 3.60 a 3.64%. Las medianas de las expectativas de inflación general y subyacente para el largo plazo (5 a 8 años) permanecieron estables, en 3.60 y 3.50%, respectivamente. Finalmente, la compensación por inflación y riesgo inflacionario tendió a incrementarse respecto del nivel observado en la última decisión. En su interior, las expectativas de inflación implícitas en instrumentos de mercado se mantuvieron estables, en tanto que la prima por riesgo inflacionario mostró un ajuste al alza.

Ante los choques de oferta que han afectado a la inflación no subyacente, los pronósticos de inflación general se ajustan al alza en el corto plazo. Se sigue esperando que la inflación general converja a la meta en el cuarto trimestre de 2025. Estas previsiones están sujetas a riesgos. Al alza: i) persistencia de la inflación subyacente; ii) mayor depreciación cambiaria; iii) mayores presiones de costos; iv) afectaciones climáticas; y v) escalamiento de conflictos geopolíticos. A la baja: i) una actividad económica menor a la anticipada; ii) un menor traspaso de algunas presiones de costos; y iii) que el efecto de la depreciación cambiaria sobre la inflación sea menor al anticipado. Se considera que el balance de riesgos respecto de la trayectoria prevista para la inflación en el horizonte de pronóstico se mantiene sesgado al alza.

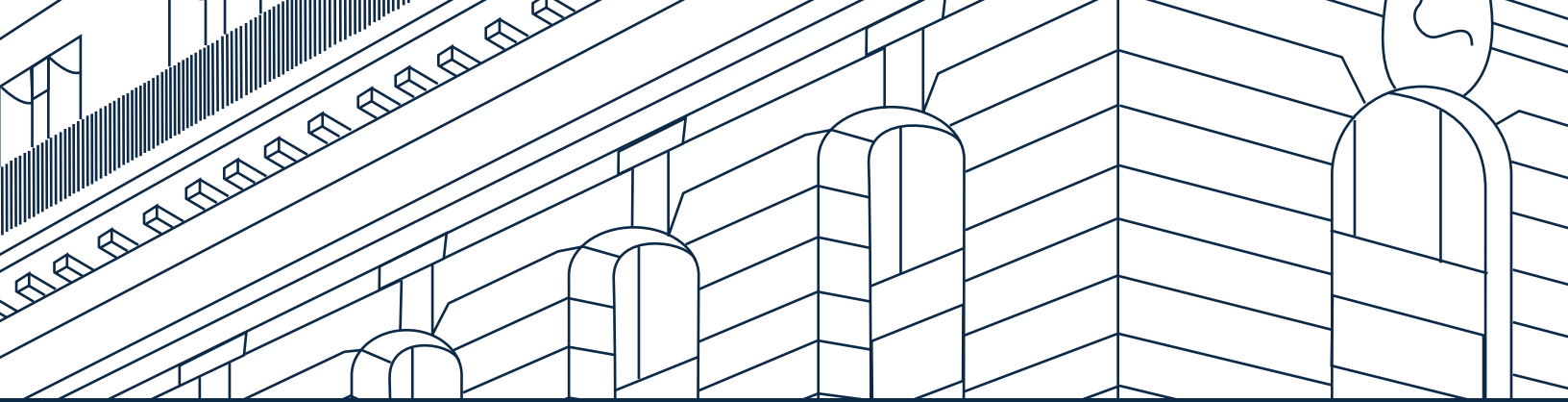
⁵ Las expectativas de inflación no subyacente se calculan de manera implícita para cada analista utilizando las expectativas de inflación general y subyacente. Este cálculo solo se realiza para

aquellos analistas que proporcionan un pronóstico tanto para la inflación general como para la subyacente.

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

Concepto	Mayo 2024	Junio 2024	Julio 2024
INPC	4.69	4.98	5.57
Subyacente	4.21	4.13	4.05
Mercancías	3.38	3.28	3.09
Alimentos, bebidas y tabaco	4.49	4.22	4.03
Mercancías no alimenticias	2.05	2.16	1.95
Servicios	5.22	5.15	5.22
Vivienda	3.81	3.87	3.96
Educación (colegiaturas)	6.34	6.35	6.36
Otros servicios	6.14	5.96	6.01
No subyacente	6.19	7.67	10.36
Agropecuarios	8.44	10.36	13.72
Frutas y verduras	18.55	19.73	23.55
Pecuarios	0.71	2.89	5.36
Energéticos y tarifas aut. por gobierno	4.20	5.28	7.31
Energéticos	4.81	6.32	9.17
Tarifas autorizadas por gobierno	2.88	3.09	3.42

Fuente: INEGI.



BANCO DE MÉXICO®

Documento publicado el 22 de agosto de 2024

