

BANCO DE MÉXICO®

Minuta número 103

Reunión de la Junta de Gobierno del Banco de México, con motivo de la
decisión de política monetaria anunciada el 28 de septiembre de 2023



1. LUGAR, FECHA Y ASISTENTES

1.1. Lugar: Reunión celebrada por enlaces virtuales.

1.2. Fecha de la sesión de la Junta de Gobierno: 27 de septiembre de 2023.

1.3. Asistentes:

- Victoria Rodríguez Ceja, Gobernadora.
- Galia Borja Gómez, Subgobernadora.
- Irene Espinosa Cantellano, Subgobernadora.
- Jonathan Ernest Heath Constable, Subgobernador.
- Omar Mejía Castelazo, Subgobernador.
- Rogelio Eduardo Ramírez de la O, Secretario de Hacienda y Crédito Público.
- Eduardo Magallón Murguía, Secretario Suplente de la Junta de Gobierno.

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

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

Entorno Externo

La mayoría señaló que, en lo que va de 2023, la actividad económica mundial ha presentado un dinamismo mayor al esperado. No obstante, detalló que se ha observado heterogeneidad en el crecimiento económico entre regiones. Al respecto, contrastó la resiliencia de la economía estadounidense con el debilitamiento de las economías de la zona del euro y de China. Uno agregó que algunas economías emergentes se han desacelerado. Comentó que el crecimiento de la actividad en varias economías no se ha reflejado en un mayor volumen del comercio internacional, debido al aumento de las restricciones comerciales en los últimos años. Consideró que esto podría significar un cambio en las fuentes de crecimiento, pues los determinantes internos y regionales están cobrando mayor relevancia.

Algunos comentaron que las perspectivas de crecimiento mundial sugieren que el ritmo de expansión para 2023 será mayor al previamente anticipado. No obstante, **uno** recordó que se sigue esperando una desaceleración con respecto al año previo. **Otro** notó que indicadores adelantados

continúan apuntando hacia una debilidad de las manufacturas y recientemente a una desaceleración de los servicios. Agregó que también se anticipa una moderación del crecimiento durante 2024. En el caso de Estados Unidos, **uno** puntualizó que los pronósticos de crecimiento se han revisado al alza de manera importante. **Algunos** resaltaron que la probabilidad estimada por los analistas de que ocurra una recesión en ese país ha disminuido. No obstante, **uno** alertó que las huelgas en el sector automotriz podrían causar un deterioro en la producción del sector, así como afectaciones en las cadenas de suministro. **En el caso de China, la mayoría señaló que las previsiones de crecimiento se han revisado a la baja. Algunos** advirtieron sobre la fragilidad del sector inmobiliario en ese país. **Uno** agregó que el deterioro de las perspectivas económicas de China ha afectado desfavorablemente las proyecciones de otras economías emergentes con quienes tiene fuertes vínculos comerciales. Por su parte, **otro** indicó que las expectativas de crecimiento para la zona del euro también disminuyeron. **Uno** opinó que el balance de riesgos para la actividad económica global continúa sesgado a la baja ante factores como una debilidad mayor a la prevista en China y los efectos de políticas monetarias restrictivas.

En cuanto a los mercados laborales, **algunos** señalaron que en diversos países permanecen apretados. No obstante, **uno** notó que los datos recientes apuntan a un posible relajamiento en algunas economías. Para el caso de Estados Unidos, **otro** sostuvo que las señales son mixtas. Al respecto, **uno** opinó que diversos indicadores en ese país apuntan hacia un mejor balance entre oferta y demanda. Especificó que la reducción de plazas vacantes, al no estar acompañada de un mayor desempleo, sugiere que hay espacio para mantener cierto dinamismo económico, congruente con un escenario de aterrizaje suave. Agregó que el crecimiento de los salarios nominales en ese país muestra una trayectoria a la baja, en contraste con una tendencia todavía al alza en la zona del euro y en el Reino Unido. **Otro** consideró que las negociaciones salariales han escalado en algunas industrias estratégicas, como la automotriz en Estados Unidos.

La mayoría destacó que la inflación general continuó disminuyendo en la mayoría de las economías, aunque permanece en niveles elevados. Algunos indicaron que aún se sitúa por arriba de los objetivos de los bancos centrales en un número amplio de economías. **La mayoría subrayó que en algunos casos la inflación general mostró**

cierto repunte. Algunos atribuyeron lo anterior al aumento en los precios del petróleo. No obstante, **algunos** notaron que los precios internacionales de diversos bienes primarios han disminuido. **Respecto de la inflación subyacente, la mayoría señaló que sigue mostrando resistencia a disminuir. Uno** enfatizó que permanece elevada. **Algunos** apuntaron que en su interior las presiones sobre los precios de los servicios siguen siendo significativas. **Uno** consideró que el lento descenso del componente subyacente genera incertidumbre sobre la velocidad de convergencia de la inflación a los objetivos de los bancos centrales. **Otro** mencionó que a pesar de observarse señales de que los efectos de la política monetaria se han transmitido al mercado laboral y a la economía, la Reserva Federal y el Banco de Inglaterra ahora prevén la convergencia de la inflación general a sus objetivos hacia inicios de 2026 y 2025, respectivamente.

Entre los riesgos para la inflación global, la mayoría indicó la posibilidad de un repunte en las referencias internacionales de las materias primas. Uno destacó que el panorama inflacionario mundial se ha tornado más desafiante, ya que los riesgos para la convergencia de la inflación hacia sus metas se han elevado significativamente. Mencionó que lo anterior es debido a un mayor crecimiento económico global esperado para 2023, mercados laborales apretados, una mayor persistencia de la inflación subyacente y la reversión de la no subyacente, que había presentado niveles históricamente bajos. **Otro** subrayó que la experiencia internacional demuestra que el proceso desinflacionario podría ser no lineal ante los retos que prevalecen en el panorama inflacionario.

La mayoría subrayó que actualmente se observa heterogeneidad en las acciones de los bancos centrales de las distintas economías. Uno agregó que dicha heterogeneidad se ha acentuado ante la evolución diferenciada de las economías. **Otro** opinó que, a medida que la inflación ha retrocedido, las acciones de los bancos centrales han tendido a ser más cautelosas, tomando en consideración en cada caso la restricción ya alcanzada, los rezagos de la política monetaria, así como las condiciones particulares de cada economía. **La mayoría señaló que la mayor parte de los bancos centrales de economías avanzadas mantuvieron sin cambio sus tasas de referencia.** No obstante, **uno** detalló que algunas instituciones, como el Banco Central Europeo y el Banco de Noruega, incrementaron sus tasas. **La mayoría consideró que las autoridades monetarias de economías avanzadas parecen estar cerca del fin de sus ciclos alcistas. Resaltó**

que estas instituciones han reforzado el mensaje de que las tasas se mantendrán elevadas por un periodo prolongado. Algunos añadieron que ya no se anticipan disminuciones antes del primer trimestre de 2024. **Uno** opinó que no pueden descartarse incrementos adicionales en el resto de 2023. Respecto de las economías emergentes, puntualizó que diversos bancos centrales optaron por mantener constante su tasa de referencia. No obstante, **algunos** destacaron que en ciertos casos redujeron su tasa de referencia ante preocupaciones por la desaceleración de la actividad. **Uno** notó los recortes de tasas en Brasil, Chile y Perú.

Todos comentaron que en su reunión de septiembre la Reserva Federal dejó sin cambios el rango objetivo para la tasa de fondos federales. Uno añadió que el presidente de esa Institución explicó que se mantendrán dependientes de los datos y que no puede descartarse un ajuste adicional al alza durante el resto de 2023. **Otro** notó que, asimismo, según la mediana de las nuevas proyecciones de la tasa de fondos federales de los miembros del Comité de Operaciones de Mercado Abierto (FOMC), se anticiparía un incremento adicional en dicha tasa en lo que resta del año. **Uno** recalcó que las expectativas extraídas de instrumentos de mercado también implican un posible aumento adicional a finales de año. **La mayoría destacó que la mediana de los pronósticos del FOMC para el cierre de 2024 y 2025 aumentó en 50 puntos base respecto de las proyecciones de la reunión de junio. Subrayó que ello refuerza el mensaje de que las tasas permanecerán elevadas por un periodo prolongado. Uno** mencionó que desde antes de la última decisión de la Reserva Federal analistas y el mercado ya habían estado ajustando al alza sus expectativas de la tasa de fondos federales para el próximo año, en vista de la resiliencia económica y la inflación aún alta en Estados Unidos.

En este contexto, la mayoría señaló que los mercados financieros internacionales mostraron volatilidad, que las tasas de interés soberanas, principalmente de largo plazo, aumentaron y que el dólar estadounidense exhibió una apreciación generalizada. Algunos destacaron que los mercados financieros han mostrado una elevada sensibilidad a la publicación de cifras económicas. **Uno** precisó que ello se ha dado ante datos que han reforzado la expectativa de que las tasas de política monetaria permanezcan elevadas por un mayor tiempo. **Otro** destacó que los mercados financieros de economías emergentes presentaron una dinámica negativa en términos de tasas de interés,

tipo de cambio e índices accionarios. Comentó que en estos mercados siguen observándose entradas en activos de renta variable, así como salidas en los de activos de renta fija.

Actividad Económica en México

La mayoría destacó que con la actualización del año base del sistema de cuentas nacionales la recuperación de la economía posterior al choque inicial de la pandemia ha sido más dinámica de lo que se había estimado. Agregó que la información disponible sugiere que la actividad económica nacional siguió expandiéndose en el tercer trimestre de 2023. En este sentido, **algunos** consideraron que la economía del país continúa mostrando resiliencia. **Uno** apuntó que con la expansión en el tercer trimestre de 2023 la economía nacional ligaría ocho trimestres consecutivos de crecimiento. A pesar de ello, **otro** puntualizó que en el tercer trimestre del año la actividad se habría expandido a un ritmo menor al observado durante la primera mitad de 2023. **Uno** consideró que se espera que la economía nacional continúe mostrándose resiliente ante el complejo entorno internacional y que el balance de riesgos se mantiene equilibrado. Detalló que, por una parte, una mayor relocalización de empresas hacia México podría dar un impulso a la actividad económica más grande de lo previsto. Por otra parte, señaló que no puede descartarse una desaceleración notoria de la economía estadounidense.

Todos destacaron que el consumo ha continuado mostrando dinamismo. Uno señaló que se sitúa en niveles históricamente altos. **La mayoría enfatizó el crecimiento elevado del consumo de servicios.** En particular, **uno** argumentó que ello se explica, en buena medida, por la normalización de los patrones de gasto de las familias. No obstante, **otro** apuntó que muestra cierta desaceleración. **La mayoría subrayó también el importante crecimiento del consumo de bienes importados. Uno** sostuvo que este se ha visto impulsado por la apreciación del tipo de cambio. No obstante, añadió que el consumo de bienes nacionales también está expandiéndose. Respecto de los determinantes del consumo, **algunos** resaltaron que la confianza del consumidor se mantiene elevada. **Uno** opinó que lo anterior, junto con la masa salarial y las remesas, sostendrá el dinamismo del consumo por varios meses. No obstante, **otro** consideró que según indicadores adelantados se espera cierta moderación en el ritmo de expansión del consumo hacia la segunda mitad del año.

Todos destacaron que la inversión ha tenido un fuerte impulso proveniente, tanto de la maquinaria y equipo, como de la construcción no residencial. Uno añadió que esta última se ha visto beneficiada por el fenómeno de relocalización. Sobre la demanda externa, **algunos** notaron que las exportaciones automotrices han mostrado una tendencia al alza en el año. **Uno** comentó que ello ha compensado el retroceso en la balanza no petrolera no automotriz y permitido reducir el déficit comercial con respecto a 2022.

Por el lado de la producción, considerando la información del segundo trimestre y principios del tercer trimestre de 2023, la mayoría destacó la heterogeneidad en los componentes de la producción industrial y de los servicios. Uno comentó que, según indicadores oportunos, en los últimos meses las actividades secundarias y terciarias continuaron registrando variaciones anuales positivas, si bien exhibieron cierta moderación. **La mayoría destacó que la producción industrial continuó expandiéndose en julio. Especificó que ha estado apoyada en buena medida por la construcción en obras de ingeniería civil asociadas a proyectos de infraestructura del sector público. Algunos** resaltaron la atonía que exhiben las manufacturas distintas a las de equipo de transporte. **Uno** señaló que esta debilidad estaría en línea con lo observado para la actividad manufacturera en Estados Unidos. A su vez, **algunos** destacaron que el rubro de equipo de transporte ha contrarrestado dicho comportamiento del resto de las manufacturas. Respecto de los servicios, sostuvieron que desde una perspectiva de mediano plazo, el sector ha presentado dinamismo tras el proceso de reapertura, si bien **uno** notó que algunos de sus rubros se han moderado.

Algunos indicaron que la brecha del producto se encuentra en terreno positivo. **Uno** comentó que dadas las nuevas cifras de cuentas nacionales, que reflejan una recuperación más rápida, y el mayor impulso a la actividad que se espera para 2024, la estimación puntual de esta brecha se volvió ligeramente positiva en el horizonte de pronóstico. No obstante, afirmó que se prevé que siga sin ser estadísticamente distinta de cero.

Todos apuntaron que el mercado laboral continúa mostrando fortaleza. La mayoría resaltó que la tasa de desempleo permaneció en mínimos históricos. Uno subrayó que la brecha del desempleo se ha vuelto más negativa desde hace casi un año. **Algunos** mencionaron que una

estimación de la población no ocupada con posibilidades de emplearse ha disminuido significativamente. **Uno** precisó que ello ha sido especialmente notorio en el caso de las mujeres. **Otro** agregó que este indicador también está en niveles mínimos históricos. **La mayoría destacó el comportamiento de la tasa de participación laboral.** **Uno** señaló que, con datos al mes de julio, siguió creciendo. **Otro** afirmó que se encuentra en niveles relativamente elevados. **Uno** notó que la participación laboral, al igual que la tasa de subocupación, se encuentran cerca de sus promedios históricos. **Algunos** subrayaron el dinamismo del empleo. **Uno** recalcó que la creación de empleos formales permanece por encima de su media histórica, si bien parece estar desacelerándose. **Otro** comentó que la tasa de informalidad laboral se mantiene alta.

La mayoría opinó que el crecimiento anual de los salarios continúa siendo elevado. **Algunos** subrayaron que el salario de los trabajadores asegurados en el IMSS sigue exhibiendo variaciones anuales de dos dígitos. No obstante, **algunos** comentaron que algunas mediciones de indicadores salariales han sido ligeramente menores en el margen. **Uno** consideró que esta desaceleración podría indicar una moderación de la fortaleza del mercado laboral. Por su parte, **otro** argumentó que las revisiones salariales parecerían mantener una inercia que difícilmente se desacelerará rápidamente, especialmente si se otorga un incremento significativo al salario mínimo. Advirtió que a esta situación abona la cada vez más notoria escasez de mano de obra calificada y no calificada.

Inflación en México

La mayoría mencionó que, luego de la última decisión, la inflación general siguió disminuyendo, ubicándose en 4.44% en la primera quincena de septiembre. **Uno** señaló que este es el nivel más bajo desde febrero de 2021. **Otro** notó que con esta última lectura, la inflación general ha disminuido 426 puntos base desde su nivel máximo registrado en agosto de 2022. **Algunos** comentaron que este avance en el proceso de desinflación se ha reflejado en diversas métricas. **Uno** destacó: i) la reducción en la fracción de genéricos con variaciones mensuales anualizadas mayores a 10%, que pasó de cifras mayores a 40% en 2022 a 11.3% en su última lectura; ii) la frecuencia de revisiones de precios, que después de haberse ubicado en 2022 en niveles por encima de su promedio histórico, durante 2023 se ha comportado más en línea con dichos promedios; y iii) una caída

significativa de las variaciones mensuales desestacionalizadas y anualizadas de los precios. A pesar del importante avance en la desinflación, **algunos** advirtieron que la inflación general aún se mantiene en niveles elevados.

La mayoría reconoció que la mayor contribución al descenso de la inflación general ha provenido del componente no subyacente. Al respecto, **uno** enfatizó que se ha corrido con suerte ya que los precios de este componente no responden a las acciones de política monetaria y es altamente probable que se observe una tendencia alcista de los mismos. Agregó que, por ello, se requerirá una mayor atención en la dinámica del componente subyacente. **En este sentido, la mayoría puntualizó que la incidencia del componente subyacente a la baja en la inflación general ha aumentado en los meses más recientes.** **Uno** comentó que, en el margen, la caída en la inflación general se explica por la reducción de la inflación subyacente, ya que la no subyacente comenzó a aumentar. **Otro** detalló que se observan ritmos de reducción heterogéneos entre los diversos componentes de la inflación.

Respecto de la inflación subyacente, la mayoría señaló que, luego de la última reunión de política monetaria, continuó descendiendo para situarse en 5.78% en la primera quincena de septiembre. **Algunos** resaltaron que con esta última lectura este componente ha disminuido 273 puntos base desde que alcanzó su valor máximo de 8.51% en noviembre de 2022. Opinaron que este descenso ilustra el avance que se ha logrado en la desinflación. **Uno** subrayó que el porcentaje de genéricos de la canasta subyacente con variaciones mensuales anualizadas mayores a 10% ha tenido una reducción sustancial con respecto a los valores registrados en 2022. Agregó que la variación mensual desestacionalizada y anualizada de este componente se ha reducido después de haber promediado 8.35% en 2022, de modo que esta se ubicó en 4.48% en promedio durante los últimos tres meses.

A pesar de su descenso, la mayoría enfatizó que la inflación subyacente se mantiene en niveles aún elevados. Además, destacó que exhibe un comportamiento persistente. Al respecto, **uno** resaltó que la variación mensual desestacionalizada y anualizada no ha logrado ubicarse de manera consistente por debajo del límite superior del intervalo de variabilidad y que parece comenzar a revertir la tendencia descendente que había registrado durante este año. **Algunos** opinaron que

factores internos, como el dinamismo de la demanda interna, han contribuido a la persistencia de la inflación subyacente. **Uno** mencionó que también ha coadyuvado la fortaleza en el mercado laboral.

La mayoría señaló que la inflación de mercancías ha disminuido de manera más notoria que la de servicios. **Uno** apuntó que recientemente descendió de 7.82% en julio de este año a 6.35% en la primera quincena de septiembre. **Otro** subrayó que las variaciones mensuales desestacionalizadas y anualizadas de las mercancías han descendido notoriamente en los últimos meses. Agregó que la proporción de sus genéricos que exhiben variaciones menores o iguales a 3% pasó de 18% a inicios del año a 40% en las cifras más recientes. En el interior de la inflación de mercancías, **algunos** detallaron que en su última lectura la variación anual de los precios de las mercancías alimenticias disminuyó a 7.73%, mientras que la correspondiente a las mercancías no alimenticias descendió a 4.74%. **Algunos** argumentaron que a la reducción de la inflación de mercancías han contribuido la mitigación de los choques derivados de la pandemia y de la guerra en Ucrania, como la normalización en el funcionamiento de las cadenas de suministro y la caída en las referencias internacionales de algunas materias primas. **Uno** añadió que la apreciación del tipo de cambio ha coadyuvado a este proceso, toda vez que ha liberado presiones en los precios de los bienes importados, incluyendo insumos y bienes finales. Expuso que la inflación de servicios también ha disminuido, pero de manera más gradual. Puntualizó que recientemente descendió de 5.24% en julio de este año a 5.08% en la primera quincena de septiembre. **Otro** calificó dicha reducción como tenue. **Algunos** mencionaron que sus lecturas recientes han resultado por encima de lo previsto.

La mayoría coincidió en que la gradualidad en la reducción de la inflación subyacente refleja principalmente el comportamiento persistente de la inflación de servicios. Argumentó que el traspaso de los mayores costos enfrentados a consecuencia de la pandemia y de la guerra en Ucrania a los precios de venta de los servicios ha sido lento y con rezagos. Explicó que esto se ha debido a que la demanda por servicios se ha ido recuperando de manera gradual, después de haberse contraído significativamente a inicios de la pandemia ante la debilidad de la actividad económica, el confinamiento y el cambio en los patrones de consumo de los hogares. **Algunos** expusieron que los incrementos en los precios de los alimentos y de los energéticos, entre otros, presionaron los costos de operación de los servicios.

Uno añadió que los costos también aumentaron debido a la implementación de medidas sanitarias, la adopción de tecnología para facilitar el trabajo remoto y, más recientemente, el aumento de los precios de renta de inmuebles, entre otros factores. **Algunos** señalaron que, contrario a este comportamiento descrito de los servicios, en el caso de las mercancías, los traspasos de costos fueron más rápidos ante la mayor demanda que enfrentaron desde el inicio de la pandemia. **La mayoría consideró que la recuperación de la demanda por servicios les está permitiendo ahora traspasar, en mayor medida, los costos acumulados, lo que estaría explicando la persistencia de este componente.** **Uno** juzgó que el dinamismo de la economía en general y del mercado laboral también está contribuyendo a que la reducción de la inflación de servicios sea gradual. Sin embargo, comentó que, en su opinión, la resiliencia de la actividad explica la lentitud en el ritmo de disminución de este componente, aunque no necesariamente sus niveles elevados. Señaló que esta distinción es relevante para la conducción de la política monetaria. Respecto del cambio en los patrones de consumo de los hogares, precisó que, según la ENIGH, la fracción del gasto destinado a esparcimiento y educación disminuyó significativamente entre 2018 y 2020, y que para 2022 aún no se había recuperado por completo, por lo que probablemente se ha continuado observando una normalización de estos patrones durante 2023. Reconoció que podría haber cambios permanentes en los patrones de consumo que aún son difíciles de identificar. Como reflejo de estos factores, **algunos** enfatizaron el caso de los servicios educativos, cuya inflación quincenal en la primera mitad de septiembre resultó la más alta para una quincena equivalente desde 2008.

La mayoría notó que la inflación no subyacente continuó en niveles particularmente bajos, al ubicarse en 0.48% en la primera quincena de septiembre. No obstante, señaló que exhibió cierto repunte con respecto a sus lecturas previas. **Uno** detalló que ello obedeció a los aumentos en las variaciones anuales de los precios de las frutas y verduras, así como de los energéticos, en particular del gas LP. Sostuvo que dichos incrementos se explican, en buena medida, por efectos base que ya se tenían previstos.

La mayoría notó que las expectativas de inflación de mayor plazo se mantuvieron relativamente estables en niveles por encima de la meta. **Uno** puntualizó que permanecen por encima de su promedio histórico. Agregó que en el margen las expectativas para el cierre de 2023 registraron cierto

incremento, mientras que las correspondientes al cierre de 2024 presentaron un ligero descenso. **Otro** destacó que, si bien las medianas de las expectativas para los diferentes horizontes mostraron cambios acotados, se continuaron observando mejorías en la distribución de las expectativas de corto plazo, pues aumentó la proporción de analistas que esperan una menor inflación. En cuanto a las expectativas extraídas de instrumentos de mercado, **uno** indicó que, desde la última decisión, la compensación por inflación y riesgo inflacionario aumentó. Precisó que lo anterior podría implicar una mayor expectativa de inflación en el corto plazo, así como una mayor prima por riesgo inflacionario.

La mayoría señaló que los pronósticos de las inflaciones general y subyacente se ajustaron al alza para reflejar una disminución más gradual que la anteriormente prevista. Todos mencionaron que ahora se anticipa que la inflación converja a la meta en el segundo trimestre de 2025. La mayoría destacó que el ajuste en los pronósticos obedece primordialmente a la expectativa de una mayor persistencia en el componente de servicios, debido a la acumulación de costos que aún no han terminado de traspasarse a los precios al consumidor. Algunos apuntaron que los pronósticos consideran una actividad económica más resiliente. **Uno** añadió que a las presiones sobre la inflación subyacente se suman los efectos de un mayor crecimiento económico y un marco fiscal expansivo para 2024 no previsto en las proyecciones anteriores.

Todos consideraron que el panorama inflacionario sigue siendo complejo. Uno externó que no puede descartarse que los efectos de los choques se disipen más lentamente de lo previsto y que algunos componentes de la inflación muestren fluctuaciones que interrumpen o retrasen su trayectoria descendente. **Todos coincidieron en que el balance de riesgos respecto de la trayectoria prevista para la inflación en el horizonte de pronóstico se mantiene sesgado al alza. Algunos** mencionaron que, en su opinión, dicho balance se ha deteriorado desde la última decisión. Por su parte, **uno** argumentó que, considerando la nueva trayectoria pronosticada para la inflación, el balance de riesgos para la inflación no se ha deteriorado.

Entre los riesgos al alza para la inflación, todos subrayaron la persistencia del componente subyacente en niveles elevados. Uno opinó que el

descenso de este componente podría moderarse al dejar de contar con efectos base. Agregó que los precios de los servicios podrían seguir presionados por los costos acumulados. Comentó que los efectos favorables a la baja derivados del comportamiento que han mostrado las mercancías podrían estar agotándose. **Algunos** resaltaron el riesgo de depreciaciones del tipo de cambio ante eventos de volatilidad financiera internacional. **Uno** puntualizó que no pueden descartarse periodos de volatilidad cambiaria más severos a los observados recientemente, con afectaciones de mayor magnitud y más duraderas sobre el tipo de cambio, lo que podría incidir especialmente sobre los precios de las mercancías. **Otro** argumentó que no solo factores externos, sino también internos podrían presionar a la moneda nacional. **Algunos** opinaron que la ampliación del déficit fiscal propuesto para 2024 podría representar presiones inflacionarias adicionales. **Uno** mencionó algunos retos hacia delante para las finanzas públicas asociados con: i) el ajuste fiscal requerido para alcanzar la consolidación en 2025; ii) la rigidez de la estructura del gasto; iii) la expectativa de menor crecimiento global en 2025; y iv) la reducción del espacio fiscal para incrementar el gasto en infraestructura. Arguyó que esto último es clave para aumentar el crecimiento potencial y aprovechar el proceso de relocalización. Por otra parte, opinó que la situación de Pemex constituye una preocupación para la sostenibilidad de las finanzas públicas debido a su dependencia de recursos federales.

Algunos añadieron como riesgo al alza para la inflación la posibilidad de mayores presiones de costos. Consideraron que las provenientes del mercado laboral podrían agravarse por la política salarial. **Uno** resaltó además que la inseguridad podría también afectar indirectamente a los costos de las empresas. **Algunos** apuntaron el riesgo de que la resiliencia de la economía genere una reducción de la inflación más gradual de lo previsto. En este sentido, **uno** mencionó las presiones de demanda interna. **Otro** alertó que el mayor crecimiento económico global es un factor externo que también podría afectar la dinámica de la inflación en México. **Algunos** advirtieron sobre el riesgo de presiones en los precios de energéticos o productos agropecuarios debido a eventos geopolíticos o meteorológicos. **Uno** subrayó la posibilidad de que el ascenso de la inflación no subyacente la lleve a converger a niveles similares a sus valores históricos. Agregó que, ante los riesgos prevalecientes, las expectativas de inflación de mediano y largo plazos podrían repuntar. **Otro** aseveró que el próximo año se corre el riesgo de que

la inflación se estanque por arriba del intervalo de variabilidad ante las crecientes presiones internas.

Entorno Macrofinanciero

En lo referente al financiamiento en la economía, **uno** notó que el financiamiento total mantuvo un ritmo moderado de crecimiento. **Algunos** destacaron que el financiamiento interno también continuó creciendo. **Uno** puntualizó que el externo registró una reducción. **La mayoría indicó que el crédito de la banca comercial continuó expandiéndose. En particular, subrayó el aumento del crédito dirigido a las empresas.** **Algunos** resaltaron el incremento del crédito al consumo. **Algunos** opinaron que el dinamismo del crédito refleja la fortaleza del mercado laboral. **Uno** comentó que las tasas de morosidad se sitúan en niveles bajos y estables, si bien recientemente se ha observado un aumento marginal en las correspondientes a tarjetas de crédito y créditos de nómina.

La mayoría comentó que, desde la última reunión, el peso mexicano operó en un rango amplio, exhibió volatilidad y registró cierta depreciación. Resaltó que esto respondió, principalmente, a factores globales, en particular a la expectativa de una mayor astringencia monetaria por parte de los principales bancos centrales de economías avanzadas, como la Reserva Federal. Al respecto, **uno** externó que la volatilidad y depreciación de la moneda nacional estuvieron mayormente asociadas a la apreciación generalizada del dólar. **La mayoría apuntó que las condiciones de operación en el mercado cambiario se mantuvieron ordenadas.** **Algunos** aseveraron que, a pesar de la depreciación, el valor del peso mexicano se mantuvo por debajo de los niveles registrados durante los primeros meses del año. **Algunos** subrayaron que la cotización de la moneda nacional ha mostrado un comportamiento resiliente reflejo de los sólidos fundamentos macroeconómicos y de las acciones de política monetaria. **Relacionado con el comportamiento del tipo de cambio, la mayoría mencionó el anuncio de la Comisión de Cambios respecto de la disminución del programa de coberturas cambiarias.** Externó que, si bien luego del anuncio la moneda se depreció y registró volatilidad, esta reacción fue de corta duración. **Uno** añadió que la reacción de analistas y operadores a este anuncio fue favorable.

La mayoría notó que las tasas de interés de valores gubernamentales, principalmente de mediano y largo plazos, aumentaron, en línea

con las mayores tasas de interés que se observaron a nivel global. **Uno** destacó que las condiciones de liquidez de este mercado aún no alcanzan las lecturas previas al inicio de la pandemia. **Otro** apuntó que las primas de riesgo soberano se mantuvieron con movimientos acotados, registrando incrementos recientes principalmente relacionados con factores globales. **Uno** señaló que el mercado accionario tuvo un desempeño negativo, principalmente debido al sector de comunicaciones. **Otro** indicó que tanto el mercado como los analistas están asignando una mayor probabilidad a la posibilidad de que no se observen cambios en la tasa de referencia sino hasta el inicio de 2024 y que, a su vez, las expectativas de recortes a lo largo del horizonte se han moderado.

Política Monetaria

La Junta de Gobierno evaluó la magnitud y diversidad de los choques inflacionarios y de sus determinantes, así como la evolución de las expectativas de mediano y largo plazos y el proceso de formación de precios. Opinó que, si bien se ha avanzado en el proceso desinflacionario, el panorama continúa siendo muy complejo. Con base en lo anterior y tomando en cuenta la postura monetaria ya alcanzada y la persistencia de los choques que se enfrentan, la Junta de Gobierno, con la presencia de todos sus miembros, decidió por unanimidad mantener el objetivo para la Tasa de Interés Interbancaria a un día en 11.25%. **Con esta decisión, la postura de política monetaria se mantiene en la trayectoria requerida para lograr la convergencia de la inflación a su meta de 3% dentro del horizonte de pronóstico.**

La Junta de Gobierno vigilará estrechamente las presiones inflacionarias, así como todos los factores que inciden en la trayectoria prevista para la inflación y en sus expectativas. Estima que el panorama inflacionario será complicado e incierto a lo largo de todo el horizonte de pronóstico, con riesgos al alza. Ante ello, para lograr la convergencia ordenada y sostenida de la inflación general a la meta de 3%, considera que será necesario mantener la tasa de referencia en su nivel actual durante un periodo prolongado. El banco central reafirma su compromiso con su mandato prioritario y la necesidad de perseverar en sus esfuerzos por consolidar un entorno de inflación baja y estable.

Un miembro argumentó que las acciones de política monetaria implementadas, junto con la disipación de los choques, permitieron que el proceso de

desinflación iniciara y que haya avanzado en los últimos meses. Esto luego de las múltiples perturbaciones profundas y generalizadas por las que el mundo ha transitado. Opinó que la política monetaria se encuentra operando mediante todos sus canales de transmisión. Enfatizó el papel de los canales de expectativas y del tipo de cambio. Señaló que las expectativas de inflación de mayor plazo han permanecido estables y la cotización de la moneda nacional ha mostrado un comportamiento resiliente que ha contribuido a liberar presiones sobre los precios. Alertó que, si bien la inflación está disminuyendo, lo está haciendo desde niveles elevados y bajo un entorno en el que prevalecen riesgos al alza. Comentó que bajo estas condiciones la prudencia en la conducción de la política monetaria ha implicado tomarse un tiempo para dejar que la postura monetaria alcanzada siga operando e ir evaluando el desenvolvimiento del panorama inflacionario. Apuntó que bajo este enfoque de cautela es crucial analizar la información que se va acumulando sobre la dinámica de los choques y de sus efectos. Añadió que ello se requiere para evitar recortes de la tasa de referencia que resulten prematuros o más rápidos de lo necesario y que, en consecuencia, comprometan la trayectoria descendente de la inflación. Tomando en cuenta lo anterior, consideró que la tasa de referencia debe mantenerse en su nivel actual por un periodo aún prolongado. Reflexionó que, si bien las cifras de inflación se encuentran por debajo de los máximos observados durante el año pasado, aún están por encima de la meta permanente del Instituto Central. Resaltó que ello ilustra tanto el avance que se ha logrado en la desinflación, como la tarea todavía pendiente. Externó que en las reuniones subsecuentes la Junta de Gobierno se mantendrá pendiente, como lo ha venido haciendo, a la evolución de las condiciones macroeconómicas, considerando que el camino por delante aún es largo y que no se encuentra exento de riesgos. Destacó que el descenso más gradual de la inflación que ahora se prevé podría significar que sea necesario que la reducción en la tasa de referencia hacia delante sea más gradual, una vez que el proceso desinflacionario permita dichas disminuciones. Finalmente, reiteró que la prioridad al conducir la política monetaria debe seguir siendo que la inflación descienda y que se consolide un ambiente de estabilidad de precios en México, en congruencia con el mandato del Instituto Central y en beneficio de la población del país.

Otro miembro opinó que el panorama para la inflación se ha tornado más complejo para la conducción de la política monetaria, tanto por un

entorno externo más adverso como por factores de carácter idiosincrásico. En este contexto, estimó que es indispensable preservar el nivel de restricción monetaria alcanzado en tanto se cuente con más información y análisis para evaluar la necesidad de implementar ajustes adicionales en la postura monetaria. Manifestó que deben explicarse los factores que respaldan el ajuste al alza en los pronósticos de inflación y mencionar que el balance de riesgos para la inflación se ha deteriorado en un entorno de elevada incertidumbre. Agregó que ante el panorama más complejo la guía prospectiva debe enfatizar que se mantendrá una postura restrictiva por un periodo más prolongado del previsto anteriormente. Reiteró su opinión sobre la conveniencia de mantener la postura monetaria en terreno restrictivo durante todo el horizonte de planeación. Expresó que el paquete fiscal puede generar presiones sobre la demanda agregada. Añadió que de no cumplirse el proceso de consolidación fiscal previsto para 2025 ante los retos que ello implica, las consecuencias sobre la dinámica inflacionaria podrían ser aun mayores para ese año. Mencionó que en un escenario de mayores presiones será necesario mantener el nivel de restricción monetaria por un periodo aún más prolongado de lo previsto en la reunión anterior y que hacia delante podría requerirse ampliar dicha postura ya sea de manera activa o pasiva. Agregó que debe evaluarse el mejor curso de acción en caso de que las presiones inflacionarias se materialicen, con el objetivo de preservar la estabilidad de precios y la estabilidad financiera.

Un miembro externó que se debe mantener la postura restrictiva actual por un periodo todavía prolongado con el fin de garantizar la convergencia de la inflación a su meta, que ahora se anticipa para el segundo trimestre de 2025. Resaltó que el proceso desinflacionario enfrenta presiones internas provenientes del apretamiento del mercado laboral y del dinamismo de la demanda agregada, en adición a los efectos aún inciertos de una expansión fiscal. Destacó que la falta de sincronización entre la política fiscal expansiva y una política monetaria restrictiva implica estar atentos a: i) que tengan que compensarse los posibles efectos que este estímulo pudiera tener en las presiones de demanda agregada; y ii) la posibilidad de que la postura fiscal sea más duradera de lo anticipado, si la reducción del balance proyectado para 2025 no es de la magnitud prevista. Opinó que la materialización de estos riesgos podría necesitar de una restricción monetaria por más tiempo. Agregó que el ciclo monetario deberá seguir enfocándose en las presiones internas, primordialmente sobre el

componente subyacente, y mantenerse ajeno a cambios en las posturas monetarias de otros países. Apuntó que para atender los riesgos para la inflación y permitir que la postura restrictiva surta completamente su efecto, debe continuarse con el manejo pasivo de la misma. Estimó que, desde el último incremento en la tasa de referencia, la disminución en las expectativas de inflación a 12 meses propició que la tasa real ex-ante aumentara casi 70 puntos base. Señaló que este manejo pasivo deberá mantenerse hasta que: i) ocurran mejoras en el comportamiento de la inflación subyacente, más allá de los ajustes marginales que ha presentado; ii) las expectativas de las inflaciones general y subyacente para 2024 se consoliden dentro del intervalo de variabilidad, y iii) se mitigue el riesgo de un calentamiento de la economía. Opinó que la guía futura debe enfatizar que se mantendrá una postura restrictiva por un periodo aún prolongado. Indicó que el periodo en que la tasa nominal permanezca fija deberá durar al menos lo que resta del año, con la posibilidad, de ser necesario, de extenderse más allá del primer trimestre de 2024. Consideró que en el comunicado debe conservarse la categorización de dicho periodo como “prolongado” e incluso “aún no definido”, con el fin de contribuir a la expectativa de que todavía no es posible vislumbrar con precisión la fecha del inicio de las disminuciones en la tasa. Añadió que también debe comunicarse que el lapso para alcanzar una postura neutral aún se ubica más allá del horizonte de pronóstico. Concluyó afirmando que los crecientes riesgos internos demandan un estricto apego al mandato prioritario y, por ende, un tono mucho más restrictivo en la comunicación.

Otro miembro señaló que el proceso desinflacionario sigue siendo complejo. Notó que diversas métricas apuntan a una trayectoria descendente y favorable de la inflación, mientras que distintas mediciones de las expectativas de inflación siguen mejorando. No obstante, expuso que el comportamiento previsto para la inflación en el horizonte de pronóstico todavía presenta retos importantes. Indicó que los pronósticos se habían ajustado al alza para seis trimestres y que la convergencia se había pospuesto en dos. Comentó que dicha revisión era atribuible principalmente a un deterioro de los determinantes esperados de la inflación sobre los que existían distintas fuentes de incertidumbre que mantienen el balance de riesgos sesgado al alza. Destacó que el dinamismo de la actividad económica implica desafíos para los mecanismos de transmisión de la política monetaria, dado un mercado laboral altamente dinámico apoyando el crecimiento del crédito y el consumo, sumado a la normalización de patrones de gasto que

ha propiciado un nuevo ajuste en los precios relativos entre mercancías y servicios sobre niveles elevados. Asimismo, señaló que los servicios están teniendo un mayor traspaso de costos acumulados debido a la mayor demanda de los mismos y que en los sectores donde los costos ya han descendido, las estructuras del mercado han facilitado que el incremento de precios continúe. Debido a ello, consideró que, ante el entorno de elevada incertidumbre, la postura monetaria debe mantenerse restrictiva por un tiempo prolongado con el objeto de seguir propiciando condiciones para que la inflación regrese a su meta. Apuntó que la tasa de interés real ex-ante de corto plazo ha continuado incrementándose, que la tasa real ex-post de los créditos nuevos a las empresas podría alcanzar niveles históricamente elevados y que el tipo de cambio real sigue operando a favor del descenso de la inflación. Estimó que las condiciones monetarias presentan un nivel suficientemente restrictivo, pero que requieren tiempo para transmitirse adecuadamente a la economía. Opinó que mientras que el entorno de incertidumbre del año pasado requirió de un enfoque de administración de riesgos y de toma de decisiones contundentes, actualmente la incertidumbre está más enfocada en la velocidad de convergencia de la inflación a su meta. Indicó que el enfoque de política monetaria debe seguir siendo prudente, cauteloso y gradual. Añadió que la comunicación debe enfatizar la necesidad de contar con certidumbre sobre los determinantes observados y esperados de la inflación, con la finalidad de consolidar su trayectoria hacia la meta y cumplir de esta manera con el mandato constitucional.

Un miembro opinó que a pesar de los avances en el proceso desinflacionario, la convergencia se ha vuelto más lenta y el principal reto sigue siendo la persistencia de la inflación subyacente, en particular la de los servicios. Al respecto, destacó que, ante la debilidad de la demanda que enfrentaron, el traslado del aumento de costos a los precios de los servicios ha sido menor que en las mercancías. Es así que, algunos rubros del sector servicios continúan recuperándose de los efectos de los cambios en los patrones de consumo, además de que el dinamismo del mercado laboral también ha contribuido a su persistencia. Asimismo, enfatizó que, ante la prevalencia de retos en el panorama inflacionario, se hace evidente la pertinencia de haber comunicado una pausa prolongada y continuar siendo cautelosos con la postura alcanzada. En este aspecto, puntualizó que, por una parte, la tasa real ex-ante de corto plazo se encuentra cerca de 350 puntos base por encima del límite superior del rango neutral y que

desde septiembre de 2022 se ubica en terreno restrictivo. Agregó que, por otra parte, la comunicación ha sido una importante herramienta complementaria que, sin ser demasiado explícita, ha permitido transmitir al mercado la visión de la Junta de Gobierno sobre el panorama inflacionario. Señaló que se anticipa que la postura monetaria, apuntalada por estos dos ejes, siga operando mediante sus diferentes canales. Sostuvo que el ajuste monetario ha propiciado una recomposición en la tenencia de activos hacia aquellos de mayor plazo. Añadió que el tipo de cambio real se ha apreciado alrededor de 24% desde que inició el ciclo de alzas. Apuntó que, si bien desde mayo pasado el nivel de la tasa de referencia nominal ha permanecido sin cambios, no se han observado reducciones de las tasas de interés de largo plazo o un relajamiento de las condiciones financieras. Consideró que ello indica que, gracias a la comunicación, se ha evitado un relajamiento prematuro de las condiciones monetarias. Externó que todo lo anterior ha ayudado a que las expectativas de inflación se mantengan ancladas y que las afectaciones en su distribución hayan mostrado mejoras. Así, durante este periodo de pausa la tasa real ex-ante ha aumentado, por lo que este apretamiento pasivo también permite atender los diversos riesgos que prevalecen. Ante estos riesgos para la inflación, juzgó pertinente reafirmar que la tasa de referencia se mantendrá en su nivel actual por un tiempo prolongado. Indicó que de esta forma la postura monetaria seguirá contribuyendo al proceso desinflacionario en congruencia con el mandato prioritario de estabilidad de precios.

3. DECISIÓN DE POLÍTICA MONETARIA

La Junta de Gobierno evaluó la magnitud y diversidad de los choques inflacionarios y de sus

determinantes, así como la evolución de las expectativas de mediano y largo plazos y el proceso de formación de precios. Opinó que, si bien se ha avanzado en el proceso desinflacionario, el panorama continúa siendo muy complejo. Con base en lo anterior y tomando en cuenta la postura monetaria ya alcanzada y la persistencia de los choques que se enfrentan, la Junta de Gobierno, con la presencia de todos sus miembros, decidió por unanimidad mantener el objetivo para la Tasa de Interés Interbancaria a un día en 11.25%. Con esta decisión, la postura de política monetaria se mantiene en la trayectoria requerida para lograr la convergencia de la inflación a su meta de 3% dentro del horizonte de pronóstico.

La Junta de Gobierno vigilará estrechamente las presiones inflacionarias, así como todos los factores que inciden en la trayectoria prevista para la inflación y en sus expectativas. Estima que el panorama inflacionario será complicado e incierto a lo largo de todo el horizonte de pronóstico, con riesgos al alza. Ante ello, para lograr la convergencia ordenada y sostenida de la inflación general a la meta de 3%, considera que será necesario mantener la tasa de referencia en su nivel actual durante un periodo prolongado. El banco central reafirma su compromiso con su mandato prioritario y la necesidad de perseverar en sus esfuerzos por consolidar un entorno de inflación baja y estable.

4. VOTACIÓN

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

ANEXO

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

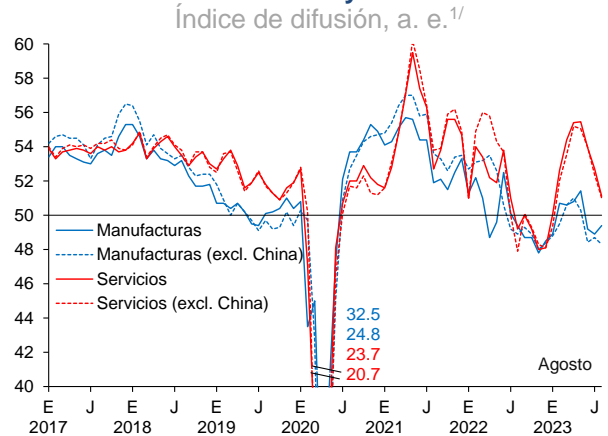
A.1. Condiciones externas

A.1.1. Actividad económica mundial

Los indicadores disponibles sugieren que durante el tercer trimestre de 2023 la actividad económica mundial se habría expandido a un ritmo ligeramente mayor al del trimestre previo y por encima del que se anticipaba al inicio de este trimestre. Sin embargo, existe heterogeneidad en el desempeño esperado entre economías. Destaca que las perspectivas de crecimiento para el tercer trimestre de Estados Unidos se han revisado al alza, mientras que las de China se han ajustado a la baja. Los índices de gerentes de compras apuntan a una desaceleración de los servicios, principalmente en economías avanzadas, y a una debilidad de la actividad manufacturera a nivel global en el tercer trimestre (Gráfica 1). Entre los riesgos globales destacan la prolongación de las presiones inflacionarias, el agravamiento de las tensiones geopolíticas, condiciones financieras más apretadas y, en menor medida, los retos para la estabilidad financiera.

En Estados Unidos se anticipa que en el tercer trimestre el Producto Interno Bruto (PIB) se haya expandido a un ritmo mayor al de 0.5% a tasa trimestral ajustada por estacionalidad registrado en el segundo trimestre.¹ Indicadores disponibles sugieren que el crecimiento del tercer trimestre estaría siendo impulsado, principalmente, por las contribuciones del consumo privado, la inversión residencial y no residencial, las exportaciones netas y la acumulación de inventarios (Gráfica 2).

Gráfica 1
Global: Índice de Gerentes de Compras de Producción y Actividad



a. e. / Cifras con ajuste estacional.

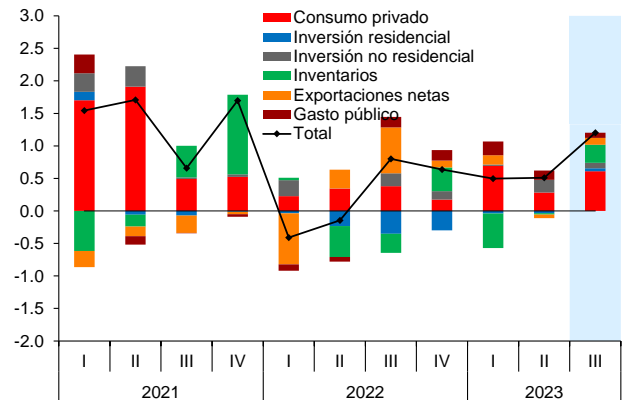
1/ El índice varía entre 0 y 100 puntos, una lectura por encima de 50 puntos se considera un aumento general en comparación al mes previo y por debajo de 50 puntos una disminución general.

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

Fuente: IHS Markit.

Gráfica 2
EUA: PIB Real y sus Componentes

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



a. e. / Cifras con ajuste estacional.

Nota: El área sombreada hace referencia a los pronósticos del GDPNow de la Reserva Federal de Atlanta al 27 de septiembre.

Fuente: BEA y Banco de la Reserva Federal de Atlanta.

¹ Expresado como tasa trimestral anualizada y ajustada por estacionalidad, la variación del PIB de Estados Unidos fue de 2.1% en el segundo trimestre de 2023.

En agosto, la producción industrial en Estados Unidos se expandió 0.4% a tasa mensual ajustada por estacionalidad, luego de aumentar 0.7% en julio. El incremento de agosto reflejó el avance en todos sus rubros, sobresaliendo el crecimiento de 1.4% en la producción minera. La actividad manufacturera aumentó 0.1% como resultado de un incremento en los rubros de bienes no duraderos y duraderos. Los índices de gerentes de compras sugieren que la actividad en los servicios se estaría desacelerando y que la producción del sector manufacturero mantendría cierta atonía.

El mercado laboral en Estados Unidos se ha mantenido apretado. No obstante, algunos indicadores han exhibido signos de moderación. La nómina no agrícola continuó expandiéndose, aunque a un ritmo más moderado, al pasar de una generación de 201 mil nuevas plazas en promedio mensual durante el segundo trimestre a 172 mil nuevas plazas en promedio por mes en julio y agosto. En los últimos meses las cifras de creación de nuevas plazas han estado sujetas a revisiones estadísticas posteriores a su publicación inicial que, consistentemente, han modificado los datos a la baja. La tasa de vacantes se mantuvo en niveles elevados, si bien con cierta disminución en el margen durante los meses recientes. Las solicitudes iniciales del seguro de desempleo permanecieron en niveles bajos. La tasa de desempleo aumentó de 3.5% en julio a 3.8% en agosto.

En la zona del euro, se prevé que la actividad económica se haya mantenido débil en el tercer trimestre de 2023. Lo anterior, luego de que el PIB creciera 0.1% a tasa trimestral ajustada por estacionalidad en cada uno de los dos trimestres previos.² La atonía esperada para el tercer trimestre estaría asociada con una menor demanda externa, condiciones financieras internas más apretadas y una menor inversión residencial y de negocios. Adicionalmente, el sector servicios, el cual había venido mostrando resiliencia, ha perdido dinamismo. En julio, la tasa de desempleo se mantuvo sin cambio respecto del mes previo, en 6.4%.

Se anticipa que la actividad económica de las principales economías emergentes haya registrado una expansión en el tercer trimestre de 2023. Sin embargo, se aprecian diferencias en el ritmo de crecimiento trimestral entre países. En Europa y Asia Emergente se espera un comportamiento de mayor dinamismo en algunos países y de

desaceleración en otros. En el caso de China, si bien se anticipa un mayor crecimiento durante el tercer trimestre en relación con el trimestre previo, dicha expectativa se ha ido revisando a la baja. En América Latina se anticipa que la actividad económica haya continuado creciendo en la mayoría de los países, a excepción de Argentina y Brasil, para los cuales se prevé una contracción y un estancamiento, respectivamente.

Los precios internacionales de las materias primas registraron un comportamiento mixto desde la última decisión de política monetaria en México. Los precios de referencia del petróleo crudo mantuvieron un comportamiento alcista durante la mayor parte del periodo. Ello debido, en buena parte, a la extensión en los recortes voluntarios en la producción de Arabia Saudita y Rusia hasta finales de año y a la caída de inventarios en Estados Unidos. A finales de septiembre, los precios del petróleo crudo alcanzaron sus niveles máximos en lo que va del año 2023. Por su parte, los precios de referencia del gas natural en Europa mostraron una elevada variabilidad ante el riesgo de menores importaciones proveniente de Australia como consecuencia de huelgas de trabajadores del sector en ese país, así como por posibles temperaturas más cálidas para finales de año. En Estados Unidos, los precios de referencia del gas natural bajaron por la expectativa de una menor demanda para el próximo invierno. Los precios de los granos tuvieron, en general, una caída debido al aumento en la oferta de trigo por parte de Rusia y a perspectivas de mayor producción de maíz en Estados Unidos. Finalmente, los metales industriales tuvieron un comportamiento mixto, marcados por incrementos de precios entre finales de agosto y principios de septiembre. Ello ante las perspectivas de expansión del sector de la construcción en economías emergentes. Luego los precios cayeron en reacción a los reportes sobre la debilidad de la economía china.

A.1.2. Política monetaria y mercados financieros internacionales

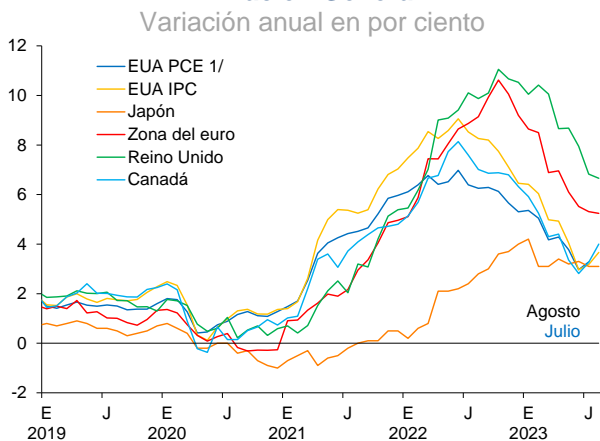
La inflación general continuó disminuyendo en la mayoría de las economías, aunque permanece en niveles elevados. En la mayoría de los casos se encuentra por encima de los objetivos de los respectivos bancos centrales. La inflación del componente subyacente sigue mostrando resistencia a disminuir.

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

0.5% en el segundo trimestre y 0.3% en el primer trimestre de 2023.

En algunas economías avanzadas la inflación general repuntó ligeramente en su lectura más reciente (Gráfica 3). Ello estuvo asociado, en varios casos, con mayores presiones en los precios de energéticos. A su vez, en la mayoría de las economías avanzadas, la inflación subyacente disminuyó en su última lectura. No obstante, esta ha retrocedido a un ritmo más lento en comparación con la inflación general. La gradualidad en la disminución de la inflación subyacente ha estado en parte asociada con presiones en los precios de los servicios. En Estados Unidos, la inflación general anual, medida por el índice de precios al consumidor, aumentó de 3.2% en julio a 3.7% en agosto, manteniéndose aún en niveles superiores al objetivo de inflación de 2%. Lo anterior reflejó una menor deflación anual de los precios de los energéticos que fue parcialmente contrarrestada por una reducción en la inflación de alimentos y del componente subyacente. La variación anual de este último pasó de 4.7 a 4.3% en el mismo periodo como resultado de un retroceso en la inflación de los bienes, y en menor medida, de los servicios. La inflación general de Estados Unidos medida por el deflactor del gasto en consumo personal se incrementó en términos anuales de 3.0% en junio a 3.3% en julio. La inflación anual del componente subyacente pasó de 4.1 a 4.2% en el mismo periodo.

Gráfica 3
Economías Avanzadas Seleccionadas:
Inflación General



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

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

Los pronósticos de inflación de corto plazo de los analistas para la mayoría de las principales economías avanzadas se mantuvieron relativamente estables. Aunque dichos pronósticos continuaron previendo una moderación de la

inflación general en 2023 respecto de los niveles de 2022, esta seguiría por arriba de los objetivos de sus bancos centrales. Por su parte, las expectativas de inflación de mayor plazo para estas economías que se derivan de instrumentos financieros mostraron relativa estabilidad respecto de los niveles registrados a inicios de agosto.

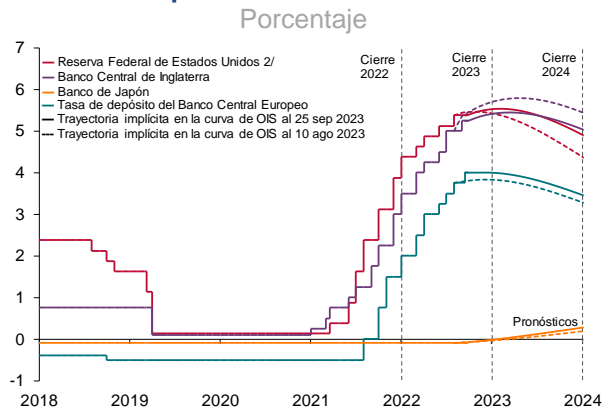
En un amplio número de economías emergentes, la inflación general anual disminuyó. Sin embargo, en algunas de estas economías, particularmente de la región de Asia, la inflación registró un repunte en su lectura más reciente. Además, en la mayoría continúa por encima de los objetivos de sus respectivos bancos centrales. En otros casos, como el de Brasil, Sudáfrica, Tailandia, Indonesia y China, la inflación general anual se ubicó dentro del intervalo de variabilidad de cada banco central o incluso por debajo de su objetivo puntual. En el caso particular de China, la inflación general anual ha continuado en niveles cercanos al 0%. Por su parte, la inflación subyacente exhibió una disminución gradual en la mayoría de las principales economías emergentes.

En este entorno, desde la última decisión de política monetaria en México los bancos centrales de las principales economías avanzadas y emergentes llevaron a cabo ajustes a sus tasas de referencia de política monetaria de manera heterogénea. Ello, en función de la evolución de la inflación y de otros indicadores económicos que, a su vez, han mostrado diferencias entre países. Respecto de los movimientos futuros, varios institutos centrales destacaron que estos dependerán de la evolución de los datos relevantes y del panorama inflacionario.

La mayoría de los bancos centrales de las principales economías avanzadas mantuvieron sin cambio sus tasas de referencia en el periodo desde la última decisión de Banco de México. Además, varios bancos centrales anticipan que estas permanezcan en niveles altos por un lapso prolongado. En ciertos casos, la decisión de mantener la tasa de interés sin cambio se anunció tras una serie de alzas consecutivas. En relación con los programas de compras de activos, la mayoría de los bancos centrales de este grupo de economías siguió con la reducción gradual de sus tenencias de valores. En cuanto a las expectativas para la tasa de política monetaria, con base en la última información disponible, las tasas de interés implícitas en las curvas de swaps (OIS) anticipan que se mantengan en niveles elevados por el resto del 2023 y durante 2024 para la mayoría de las principales economías

avanzadas. Las expectativas del nivel de tasas para el cierre de 2024 se revisaron ligeramente al alza, especialmente para Estados Unidos (Gráfica 4).

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



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: Banco de México con datos de Bloomberg.

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

i) La Reserva Federal de Estados Unidos mantuvo sin cambio el rango objetivo para la tasa de fondos federales en su reunión de septiembre, después de haberlo aumentado en 25 puntos base (pb) en julio. Así, se ubica entre 5.25 y 5.50%. Además, continuó con la reducción del tamaño de su hoja de balance. Reiteró que seguirá evaluando la información que surja y que, para determinar el grado de endurecimiento adicional que podría ser apropiado, tomará en cuenta el apretamiento acumulado de la política monetaria; los rezagos con los que esta afecta a la actividad económica y a la inflación; así como la evolución económica y financiera. El presidente de dicha Institución indicó que considera que la postura actual de la política monetaria es restrictiva y que ejerce presión a la baja sobre la actividad económica, el empleo y la inflación. Además, agregó que la economía enfrenta efectos adversos derivados del endurecimiento de las condiciones crediticias para los hogares y las empresas. Añadió que, dado el apretamiento previo, se procederá con cautela. Asimismo, argumentó que la Reserva Federal está preparada para aumentar aún más las tasas en caso de ser apropiado y que se

pretende mantener la política en un nivel restrictivo hasta que haya confianza de que la inflación está disminuyendo de manera sostenida hacia su objetivo. Respecto de los ajustes a los pronósticos del Comité de Mercado Abierto de la Reserva Federal (*FOMC*, por sus siglas en inglés), entre junio y septiembre la mediana de la tasa de crecimiento anual se revisó al alza de 1.0 a 2.1% para el cuarto trimestre de 2023 y de 1.1 a 1.5% para el cuarto trimestre de 2024, mientras que se mantuvo sin cambio en 1.8% para el de 2025. Los pronósticos de la inflación general aumentaron de 3.2 a 3.3% para el cierre de 2023, se mantuvieron en 2.5% para el de 2024 y pasaron de 2.1 a 2.2% para el cierre de 2025. En cuanto a la inflación subyacente, la mediana se modificó a la baja de 3.9 a 3.7% para el cierre de 2023, se mantuvo sin cambio en 2.6% para el de 2024 y aumentó de 2.2 a 2.3% para el de 2025. El Comité no modificó su expectativa para la tasa de fondos federales para el cierre de 2023 de 5.6%. Sin embargo, el nivel esperado de la tasa de fondos federales aumentó para el cierre de 2024 de 4.6 a 5.1% y para el cierre de 2025 de 3.4 a 3.9%. Lo anterior es relativamente consistente con las expectativas extraídas de instrumentos financieros. Con base en la última información disponible, estas anticipan que el nivel más alto de la tasa de interés sea de alrededor de 5.6% y que este se observe en el primer trimestre de 2024, disminuyendo a niveles cercanos a 5.0% para el cierre de ese mismo año.

ii) El Banco Central Europeo (BCE) mantuvo el ritmo de alzas en sus tasas de referencia al anunciar un incremento de 25 pb en septiembre. Así, sus tasas de refinanciamiento, de préstamos y de depósitos se ubicaron en 4.50, 4.75 y 4.00%, respectivamente. Al respecto, su Consejo de Gobierno considera que las tasas de interés han alcanzado niveles que, de mantenerse por un periodo suficientemente largo, contribuirán de forma sustancial al retorno oportuno de la inflación a su objetivo. Además, reiteró que sus decisiones futuras asegurarán que las tasas de política monetaria del BCE se fijen en niveles suficientemente restrictivos por el tiempo que sea necesario. Señaló nuevamente que continuará aplicando un enfoque dependiente de los datos para determinar el nivel y duración apropiados de la restricción monetaria. La presidenta de dicha Institución comentó que no puede afirmar que actualmente se esté en el punto máximo de las tasas de interés.

En las principales economías emergentes, desde la última decisión de política monetaria en México la mayoría de los bancos centrales mantuvo sus tasas de interés sin cambio. No obstante, considerando las circunstancias económicas específicas en los países, algunos anunciaron recortes, incluyendo los bancos centrales de Brasil, Chile, Perú, Polonia y China. Este último mantuvo sus tasas de interés sin cambios en su decisión más reciente y, posteriormente, redujo sus requerimientos de reservas para inyectar más liquidez a la economía. Por otro lado, los bancos centrales de Rusia, Tailandia y Turquía continuaron incrementando sus tasas de interés.

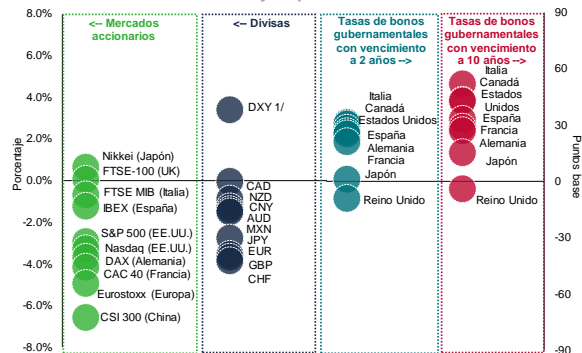
En este entorno, los mercados financieros internacionales mostraron cierto aumento en la volatilidad y un apretamiento de las condiciones financieras durante agosto (Gráfica 5). Ello en respuesta a preocupaciones sobre la posición fiscal en Estados Unidos y la expectativa de una postura monetaria restrictiva por un tiempo más prolongado, entre otros factores. Así, las tasas de interés de la deuda soberana aumentaron a nivel global, especialmente las de mayores plazos (Gráfica 6 y Gráfica 7). Los mercados accionarios tanto de economías avanzadas como emergentes mostraron, en general, ciertas pérdidas. En los mercados cambiarios, el dólar estadounidense registró una apreciación generalizada en el periodo que se reporta. Desde la última decisión de política monetaria en México, las divisas de la mayoría de las principales economías emergentes registraron una depreciación respecto al dólar. En el periodo se registraron entradas netas acumuladas de flujos de capital al agregado de economías emergentes. No obstante, estos flujos mostraron un comportamiento diferenciado entre clase de activos, pues se observaron entradas netas acumuladas a activos de renta variable y salidas en los de renta fija.

Gráfica 5
Índice de Condiciones Financieras^{1/}
Unidades



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

Gráfica 6
Variación de Indicadores Financieros
Seleccionados del 10 de Agosto al 25 de
Septiembre de 2023
Porcentaje; puntos base



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 pesos: EUR: 57.6%, JPY: 13.6%, GBP: 11.9%, CAD: 9.1%, SEK: 4.2%, y CHF: 3.6%.
Fuente: Bloomberg y ICE.

Gráfica 7
Desempeño de Activos de Países Emergentes
Seleccionados a Partir del 4 de Agosto de 2023
 Porcentaje, puntos base

Región	País	Divisas	Bolsas	Tasas de interés 2A	Tasas de interés 10A	CDS
América Latina	México	-1.40%	-4.29%	83	77	17
	Brasil	-1.64%	-2.93%	20	64	9
	Chile	-5.58%	-7.41%	56	50	5
	Colombia	1.53%	-6.81%	53	99	18
	Perú	-1.68%	-4.29%	-4	11	8
Europa emergente	Rusia	-0.59%	-1.91%	478	380	N.D.
	Polonia	-7.48%	-7.76%	-35	26	3
	Turquia	-0.90%	11.16%	878	516	-12
	Rep. Checa	-4.24%	-1.65%	23	51	0
	Hungría	-3.97%	2.12%	-110	-51	0
Asia	China	-1.92%	-5.25%	18	4	25
	Malasia	-2.91%	-0.12%	4	10	6
	India	-0.37%	0.46%	9	-4	-9
	Filipinas	-1.84%	-4.31%	-12	-1	12
	Tailandia	-3.87%	-1.51%	29	52	6
	Indonesia	-1.52%	2.12%	23	42	12
África	Sudáfrica	-1.63%	-4.63%	26	64	25

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

Fuente: Bloomberg.

A.2. Evolución de la economía mexicana

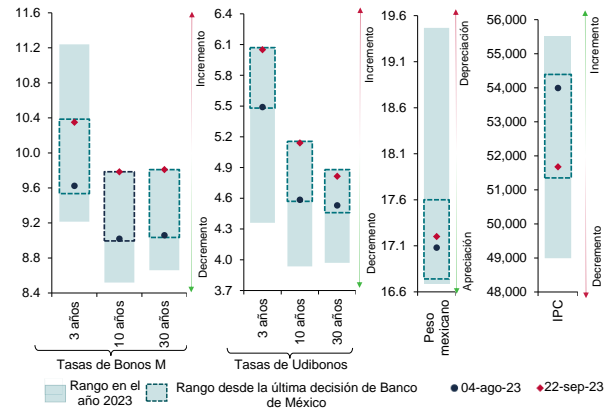
A.2.1. Mercados en México

En el contexto internacional descrito, desde la última decisión de política monetaria en México la cotización del peso mexicano frente al dólar exhibió volatilidad y cierta depreciación. Por su parte, las tasas de interés de valores gubernamentales, principalmente de mediano y largo plazos, registraron incrementos (Gráfica 8).

En mayor detalle, la moneda nacional operó en un rango de 1 peso y 2 centavos, entre 16.69 y 17.71 pesos por dólar desde la última decisión de política monetaria. Durante el periodo presentó una depreciación de 1.40% (Gráfica 9), en un contexto en el que las condiciones de operación se mostraron estables durante la mayor parte del periodo.

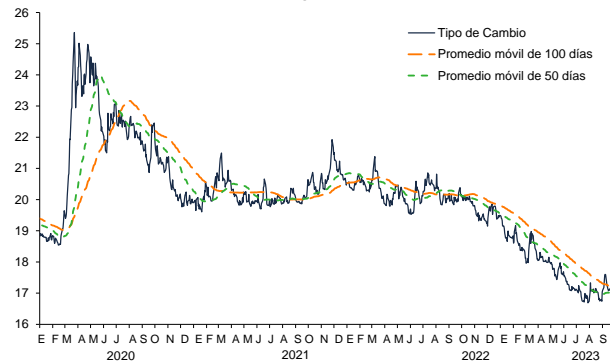
Gráfica 8
Desempeño y Condiciones de Operación de
Mercados Mexicanos

Porcentaje, pesos por dólar e índice



Fuente: Elaboración de Banco de México.

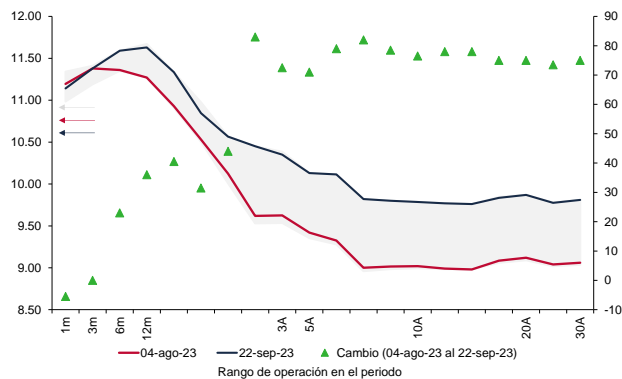
Gráfica 9
Tipo de Cambio del Peso Mexicano
Frente al Dólar
 Pesos por dólar



Fuente: Elaboración de Banco de México.

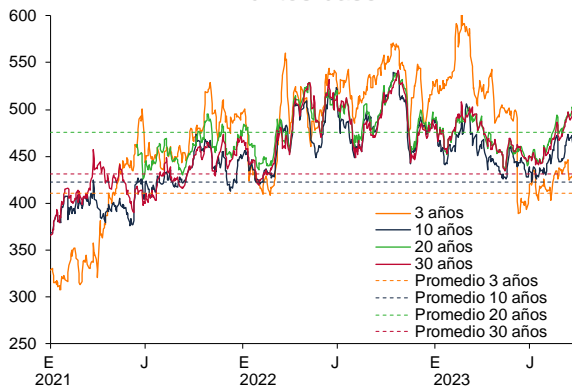
Las tasas de interés de los valores gubernamentales presentaron una dinámica negativa, con incrementos de entre 70 y 83 pb en los sectores de mediano y largo plazo, mientras que el sector de corto plazo mostró aumentos de hasta 30 pb (Gráfica 10). La curva de rendimientos de instrumentos a tasa real mostró aumentos generalizados de hasta 67 pb. En este contexto, las primas de compensación por inflación y riesgo inflacionario implícitas en los diferenciales entre las tasas nominales y reales de instrumentos de mercado presentaron aumentos en todos los plazos (Gráfica 11). Estos movimientos ocurrieron en un entorno en el que las condiciones de operación mostraron un ligero deterioro.

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



Fuente: PIP.

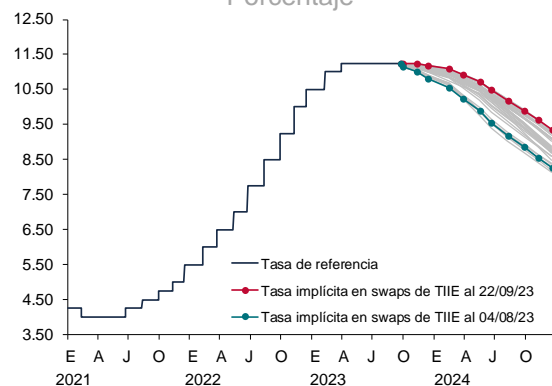
Gráfica 11
Compensación por Inflación y Riesgo Inflacionario Implícita en las Curvas de Tasas de Valores Gubernamentales
Puntos base



Fuente: PIP.

En lo que concierne a las expectativas de la trayectoria de la tasa de referencia de política monetaria, la información implícita en la curva de swaps de tasas de interés no incorpora movimiento alguno para la decisión de septiembre e incorpora un primer recorte de 25 pb entre febrero y marzo de 2024 (Gráfica 12). Por su parte, la mayoría de los analistas encuestados por Citibanamex anticipa que la tasa de interés se quede sin cambios en la decisión de septiembre y que dicha tasa se mantenga en ese mismo nivel durante el resto de 2023.

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



Nota: Las líneas grises representan el rango desde la última decisión de política monetaria.
Fuente: Elaboración de Banco de México con datos Bloomberg.

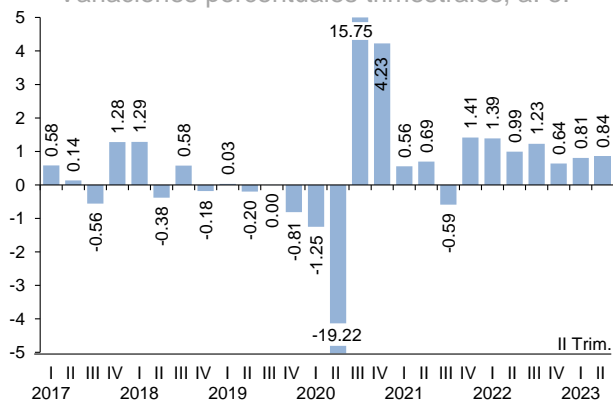
A.2.2. Actividad económica en México

En el segundo trimestre, la actividad económica en México continuó mostrando resiliencia, creciendo a un ritmo similar al del trimestre previo (Gráfica 13). Si bien la información del tercer trimestre es limitada, se anticipa que en dicho periodo la actividad productiva haya continuado expandiéndose.

Respecto de la evolución de la demanda interna, al cierre del segundo trimestre el consumo privado mantuvo una tendencia al alza derivada del dinamismo del consumo de bienes importados y del continuo crecimiento del consumo de servicios. La inversión fija bruta registró un aumento significativo como resultado de avances importantes en el gasto en maquinaria y equipo de origen importado y, en mayor medida, en la construcción no residencial. En cuanto a la demanda externa, en el periodo julio-agosto el valor de las exportaciones manufactureras creció como resultado de un repunte en los envíos automotrices (Gráfica 14).

Gráfica 13
Producto Interno Bruto

Variaciones porcentuales trimestrales, a. e.

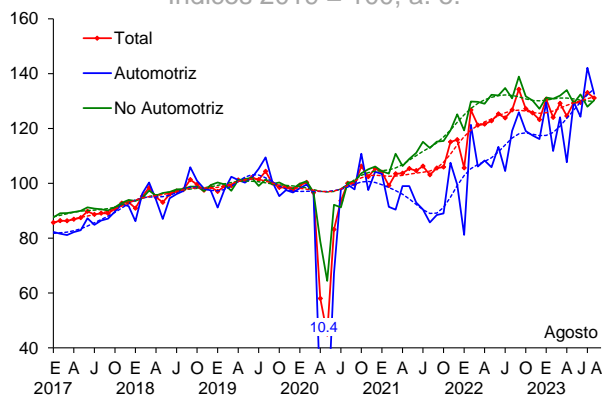


a. e. / Cifras con ajuste estacional. Se acotó el rango de la gráfica para facilitar la lectura.

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

Gráfica 14
Exportaciones Manufactureras

Índices 2019 = 100, a. e.



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

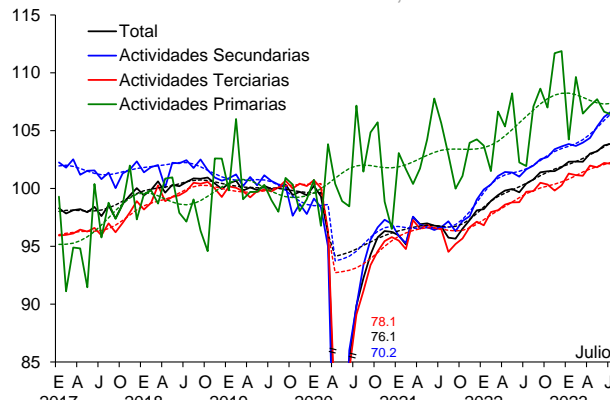
Fuente: Banco de México con base en SAT, SE, Banco de México, INEGI. Balanza Comercial de Mercancías de México. SNIEG. Información de Interés Nacional.

Por el lado de la producción, la actividad económica se mantuvo resiliente a principios del tercer trimestre (Gráfica 15). En particular, la actividad industrial se expandió como resultado, principalmente, de la evolución favorable de la construcción (Gráfica 16). Las manufacturas de equipo de transporte aumentaron, si bien el agregado del resto de las manufacturas continuó mostrando debilidad. Por su parte, los servicios presentaron un ligero retroceso en el margen, aunque permanecieron en niveles elevados.

Gráfica 15

Indicador Global de la Actividad Económica

Índices 2019 = 100, a. e.

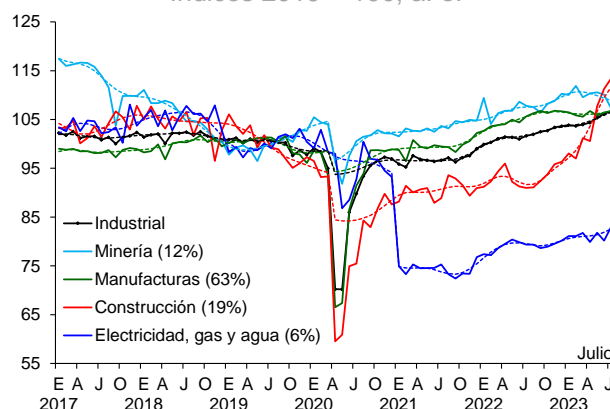


a. e. / Serie con ajuste estacional y serie de tendencia. La primera se representa con la línea sólida y la segunda con la punteada. Se acotó el rango de la gráfica para facilitar la lectura.

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

Gráfica 16
Actividad Industrial^{1/}

Índices 2019 = 100, a. e.



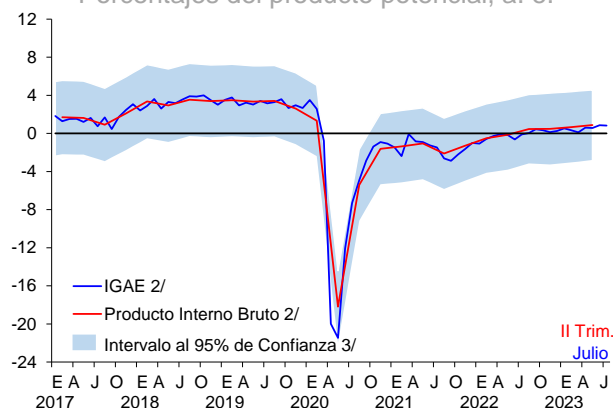
a. e. / Serie con ajuste estacional y serie de tendencia. La primera se representa con la línea sólida y la segunda con la punteada.

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

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

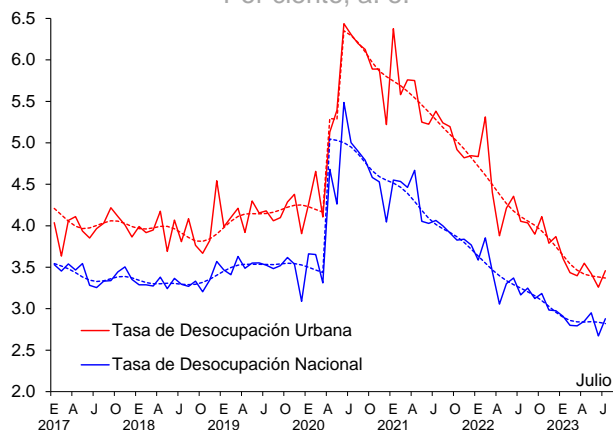
En cuanto a la posición cíclica de la economía, la estimación puntual de la brecha del producto en el segundo trimestre se ubicó en un nivel cercano a cero (Gráfica 17). El mercado laboral continuó exhibiendo fortaleza. En julio, tanto la tasa de desocupación nacional como la urbana se mantuvieron en niveles bajos (Gráfica 18). Con cifras ajustadas por estacionalidad, en agosto la creación de empleo formal afiliado al IMSS mantuvo una trayectoria creciente. Finalmente, en julio el costo unitario de la mano de obra en el sector manufacturero hiló dos retrocesos mensuales, aunque permaneció en niveles relativamente elevados (Gráfica 19).

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



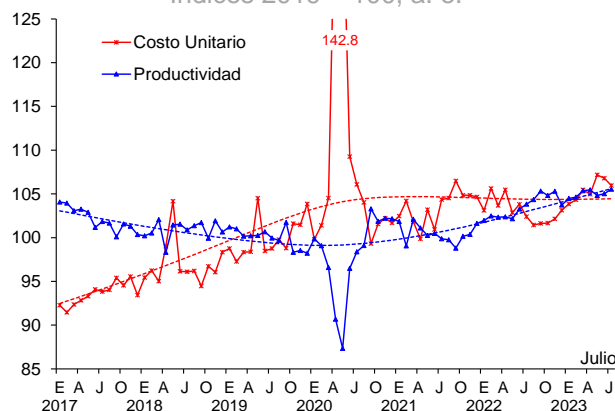
a. e. / Elaboración a partir de cifras con ajuste estacional.
 1/ Estimadas con el filtro de Hodrick-Prescott con corrección de colas; ver Banco de México (2009), "Informe sobre la Inflación, Abril-Junio 2009", pág.74.
 2/ Cifras del PIB al segundo trimestre de 2023 y del IGAE a julio de 2023.
 3/ Intervalo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

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



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

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

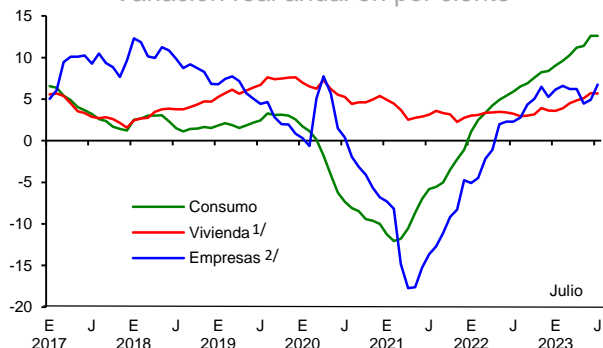


a. e. / Serie con ajuste estacional y serie de tendencia. La primera se representa con la línea sólida y la segunda con la punteada. Se acotó el rango de la gráfica para facilitar la lectura.
 1/ Productividad con base en las horas trabajadas.
 Fuente: Elaboración de Banco de México a partir de información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

En julio de 2023, el financiamiento interno al sector privado continuó expandiéndose. En su interior, el crédito de la banca comercial a las empresas exhibió un repunte, con lo que su tasa de crecimiento anual regresó a un nivel similar al observado a inicios del año (Gráfica 20). En cuanto al crédito a los hogares, la cartera de vivienda de la banca comercial continuó presentando una expansión sostenida, la cual se ha acelerado en meses recientes. Asimismo, el crédito de la banca comercial al consumo siguió creciendo a tasas elevadas, en congruencia con la resiliencia de la actividad económica y la fortaleza que ha mostrado el mercado laboral.

Gráfica 20
Crédito Vigente de la Banca Comercial
al Sector Privado

Variación real anual en por ciento



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

2/ Cifras ajustadas por efecto cambiario.

Fuente: Banco de México.

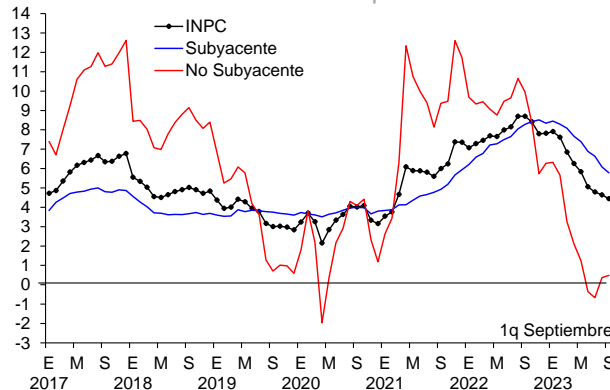
Respecto del costo de financiamiento, las tasas de interés del crédito bancario a las empresas se mantuvieron estables en julio de 2023. Los márgenes de intermediación del crédito a las empresas siguieron situándose en general en niveles inferiores a los observados antes de la pandemia. Por otra parte, las tasas de interés del crédito a la vivienda no registraron cambios significativos respecto de junio, por lo que continuaron situándose en un nivel similar al observado previo a la pandemia. Dentro del crédito al consumo, las tasas de interés de las tarjetas de crédito se han venido ajustando a los cambios en la tasa de referencia, en mayor medida de lo que se observó hasta junio de 2022. Finalmente, las tasas de interés de créditos de nómina se han mantenido relativamente estables desde agosto de 2021.

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

A.2.3. Comportamiento y perspectivas de la inflación

Entre julio y la primera quincena de septiembre de 2023, la inflación general anual disminuyó de 4.79 a 4.44%. Este resultado reflejó la reducción de la inflación subyacente, la cual más que contrarrestó el incremento de la no subyacente (Gráfica 21 y Cuadro 1).

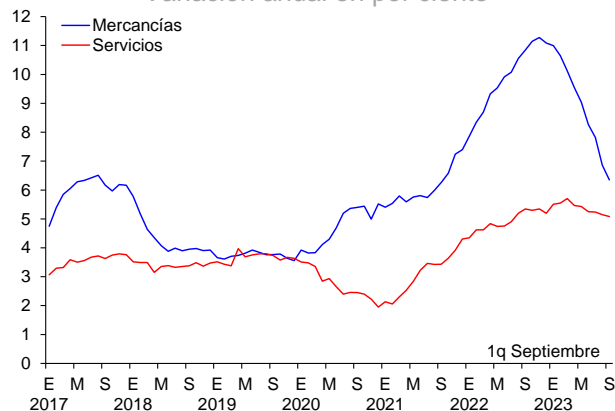
Gráfica 21
Índice Nacional de Precios al Consumidor
Variación anual en por ciento



Fuente: INEGI.

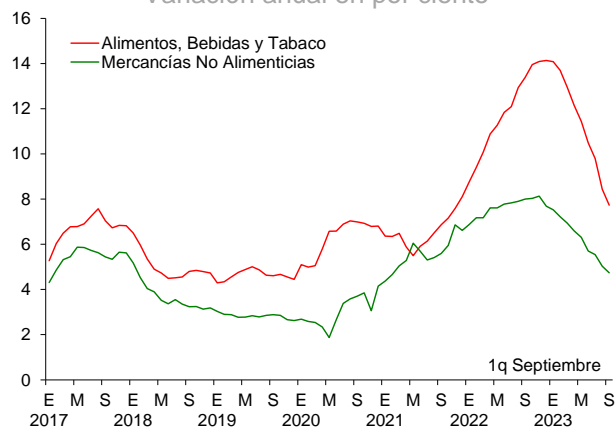
La inflación subyacente anual descendió de 6.64 a 5.78% entre julio y la primera quincena de septiembre de 2023. En su interior, las inflaciones tanto de las mercancías como de los servicios se redujeron (Gráfica 22). En el primer caso, pasó de 7.82 a 6.35%, como resultado de la disminución de 9.79 a 7.73% en la inflación anual de las mercancías alimenticias y de 5.54 a 4.74% en la de las no alimenticias (Gráfica 23). En cuanto a los servicios, su inflación anual descendió de 5.24 a 5.08% en igual periodo, influida por menores niveles de inflación anual de otros servicios distintos de educación, que pasaron de 5.27 a 4.92%. En contraste, la inflación anual de los servicios de educación se elevó de 4.92 a 6.58%.

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



Fuente: INEGI.

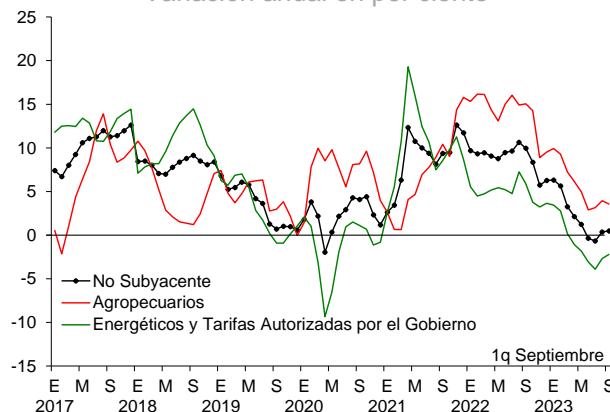
Gráfica 23
Subíndice Subyacente de las Mercancías
 Variación anual en por ciento



Fuente: INEGI.

Después de registrar -0.67% en julio de 2023, la inflación no subyacente anual aumentó en la primera quincena de septiembre de 2023, si bien se mantuvo en niveles atípicamente bajos al situarse en 0.48% en dicha quincena (Gráfica 24 y Cuadro 1). Este desempeño estuvo asociado, principalmente, con el incremento de -7.82 a -5.30% en la inflación anual de los energéticos, derivado a su vez de la mayor variación anual de los precios del gas L.P., la cual, si bien continuó siendo negativa, se elevó de -34.87 a -28.18%. Al aumento de la inflación no subyacente anual en el lapso referido también influyó el incremento de 3.16 a 3.57% en la inflación anual de los precios de los productos agropecuarios, la cual estuvo impulsada por mayores variaciones anuales de los precios de las frutas y verduras y de los productos pecuarios.

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 julio y agosto de 2023 la mediana correspondiente a la inflación general al cierre de 2023 pasó de 4.60 a 4.66%, mientras que la del componente subyacente se ubicó en 5.21%, después de registrar 5.20% en julio. La mediana de las expectativas para la inflación general al cierre de 2024 se modificó de 4.03 a 4.00%, al tiempo que la del componente subyacente pasó de 4.13 a 4.12%. La mediana de las expectativas de inflación general para los siguientes cuatro años se mantuvo en 3.80%, mientras que la correspondiente al componente subyacente ajustó de 3.80 a 3.79%. La mediana de las expectativas de inflación general para el largo plazo (5 a 8 años) disminuyó de 3.60 a 3.53%, mientras que la correspondiente al componente subyacente se mantuvo sin cambios en 3.60%. Finalmente, la compensación por inflación y riesgo inflacionario aumentó desde la última decisión. En su interior, la prima por riesgo inflacionario se ajustó al alza y las expectativas de inflación implícitas en instrumentos de mercado se incrementaron ligeramente.

Se anticipa que la inflación converja a la meta en el segundo trimestre de 2025. Esta previsión está sujeta a riesgos. Al alza: i) persistencia de la inflación subyacente, ante la magnitud, alcance y duración de los choques que se han enfrentado y que la han llevado a niveles elevados; ii) depreciación cambiaria ante eventos de volatilidad financiera internacional; iii) mayores presiones de costos que pudieran traspasarse a los precios al consumidor; iv) que la resiliencia de la economía

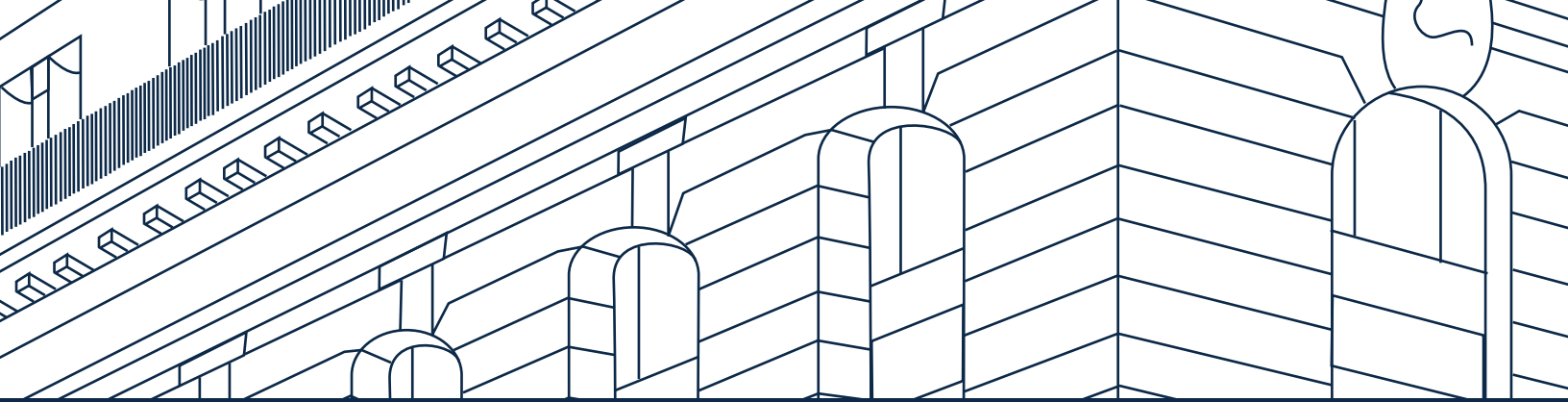
incida en una reducción de la inflación más gradual de lo previsto; y v) presiones en los precios de energéticos o agropecuarios. A la baja: i) una desaceleración de la economía global mayor a la anticipada; ii) un menor traspaso de algunas

presiones de costos; y iii) que la apreciación del tipo de cambio contribuya más de lo anticipado a mitigar ciertas presiones sobre la inflación. Se considera que el balance de riesgos respecto a la trayectoria prevista para la inflación en el horizonte de pronóstico se mantiene sesgado al alza.

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

Concepto	Julio 2023	Agosto 2023	1q Septiembre 2023
INPC	4.79	4.64	4.44
Subyacente	6.64	6.08	5.78
Mercancías	7.82	6.86	6.35
Alimentos, Bebidas y Tabaco	9.79	8.44	7.73
Mercancías No Alimenticias	5.54	5.03	4.74
Servicios	5.24	5.15	5.08
Vivienda	3.66	3.59	3.58
Educación (Colegiaturas)	4.92	5.49	6.58
Otros Servicios	6.61	6.38	6.03
No Subyacente	-0.67	0.37	0.48
Agropecuarios	3.16	3.94	3.57
Frutas y Verduras	7.14	8.15	6.98
Pecuarios	0.00	0.47	0.70
Energéticos y Tarifas Aut. por Gobierno	-3.90	-2.68	-2.20
Energéticos	-7.82	-5.99	-5.30
Tarifas Autorizadas por Gobierno	5.51	5.24	5.13

Fuente:INEGI.



BANCO DE MÉXICO®

Documento publicado el 12 de octubre de 2023

