

BANCO DE MÉXICO®

Minuta número 106

Reunión de la Junta de Gobierno del Banco de México, con motivo de la
decisión de política monetaria anunciada el 8 de febrero 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: 07 de febrero de 2024.

1.3. Asistentes:

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

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

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

Entorno Externo

La mayoría destacó la resiliencia de la actividad económica mundial, si bien notó un comportamiento diferenciado entre economías. Uno resaltó el dinamismo que en 2023 exhibieron algunas economías, entre ellas la estadounidense. Mencionó también el continuo apretamiento de los mercados laborales y del impulso al consumo observados en dicha economía. Contrastó lo anterior con la atonía mostrada por las economías emergentes, sobre todo las asiáticas. Otro detalló que en el último trimestre de 2023 el ritmo de expansión de la economía estadounidense, aunque se moderó, resultó mayor a lo previsto, mientras que la actividad en la zona del euro permaneció estancada. Agregó que en el mismo periodo las economías emergentes registraron un menor dinamismo respecto del trimestre previo. Sobre los mercados laborales, comentó que continúan apretados en las principales economías, si bien en algunas de estas exhiben signos de moderación. Mencionó que las brechas de desempleo se han cerrado ligeramente y que el crecimiento de los

salarios se ha moderado, aunque permanece elevado. Subrayó que a pesar del dato en el margen de la nómina no agrícola, congruente con la resiliencia de Estados Unidos, se registra una tendencia decreciente en dicho indicador desde mediados de 2022. Añadió que, asimismo, se observa una tendencia descendente de las vacantes y del exceso de demanda de empleo.

Algunos señalaron que los pronósticos de organismos internacionales apuntan a un crecimiento económico global de alrededor de 3% en 2024. Algunos recalcaron que estas previsiones contemplan un comportamiento heterogéneo entre países. La mayoría mencionó que sigue esperándose una moderación en el ritmo de expansión de la economía estadounidense, si bien algunos comentaron que aumentó la probabilidad de que se observe un aterrizaje suave en esa economía. La mayoría alertó que el panorama para la actividad económica mundial enfrenta riesgos. Algunos consideraron que dicho panorama permanece incierto ante la desaceleración prevista de las economías de importancia sistémica. Uno subrayó la incertidumbre sobre el impacto del apretamiento de las condiciones crediticias y el menor exceso de ahorro en Estados Unidos, y los problemas del sector inmobiliario en China. Otro resaltó el riesgo, especialmente para el comercio mundial, de una intensificación de las tensiones geopolíticas.

La mayoría destacó que, después de disminuir en los últimos meses, la inflación general mostró recientemente un repunte en diversas economías, especialmente avanzadas, debido a presiones en los precios de energéticos. Sin embargo, indicó que a pesar del ajuste al alza en el margen, se ha observado una disminución significativa en la inflación a nivel global. Uno atribuyó lo anterior a mejoras en la oferta y a las sólidas posturas monetarias en diferentes regiones. No obstante, otro alertó que, en un amplio número de economías, la inflación general persiste por encima de los objetivos de los bancos centrales. La mayoría argumentó que, alrededor del mundo, la inflación subyacente siguió disminuyendo. Sin embargo, uno destacó que, en la mayoría de los casos, aún permanece elevada. Otro señaló que el avance en la desinflación del componente subyacente refleja principalmente una caída sostenida en la inflación de mercancías alimenticias. Algunos resaltaron que, en contraste, la inflación de los servicios todavía no muestra una clara tendencia a la baja, si bien uno precisó que se ha moderado.

Algunos comentaron que se estima que en la mayoría de las economías la inflación converja hacia sus metas en 2025. **Uno** puntualizó que los organismos internacionales esperan que durante 2024 la inflación descienda en alrededor del 80% de las economías del mundo. **Otro** mencionó que hacia delante se espera que diversas presiones sobre los precios continúen mitigándose conforme se disipen los efectos de los choques derivados de la pandemia y del conflicto bélico en Ucrania. Enfatizó que ello, junto con condiciones monetarias apretadas alrededor del mundo, seguirá contribuyendo a la desinflación global. **Uno** detalló que en Estados Unidos ciertos indicadores adelantados apuntan a que la inflación de vivienda, que ha incidido significativamente en la inflación de dicho país, pudiera moderarse hacia la segunda mitad de 2024.

Algunos destacaron que, desde la última decisión, los precios internacionales de las materias primas presentaron volatilidad. **Uno** subrayó que los precios del petróleo se vieron afectados por la incertidumbre derivada de los conflictos geopolíticos, los niveles de inventarios y una perspectiva cambiante respecto del comportamiento de la demanda global. **Otro** externó que el panorama para los precios de las materias primas permanece incierto.

La mayoría destacó que los bancos centrales de las principales economías avanzadas mantuvieron constantes sus tasas de referencia. Uno especificó que el Banco Central Europeo (BCE) dejó sus tasas de política sin cambio por tercera reunión consecutiva y que, a pesar del repunte reciente en la inflación general, no modificó sus perspectivas sobre el panorama inflacionario para el mediano plazo. **La mayoría mencionó que en su primera reunión del año la Reserva Federal mantuvo sin cambios el rango objetivo para la tasa de fondos federales por cuarta ocasión consecutiva. Algunos** destacaron que reconoció que los riesgos para el cumplimiento de sus mandatos de empleo y estabilidad de precios se están moviendo hacia un mejor balance. **Algunos** agregaron que el presidente de la Reserva Federal apuntó que la tasa de fondos federales tal vez ya haya alcanzado su nivel máximo. **Uno** subrayó que también resaltó el avance en la desinflación pese a la sólida expansión económica y argumentó que sería apropiado, en algún momento durante 2024, comenzar a reducir la tasa, si la economía evoluciona conforme lo esperado. **Sin embargo, la mayoría resaltó que dicho directivo señaló que esperarán a tener más confianza en que la reducción de la inflación es sostenible antes de reducir su tasa. Algunos** opinaron que esto contribuyó a que los mercados ajustaran su

expectativa de primer recorte hacia el segundo trimestre de 2024.

Algunos notaron heterogeneidad en los ciclos monetarios entre regiones, especialmente dentro del bloque emergente. **Uno** atribuyó lo anterior a un comportamiento diferenciado de la inflación y de la actividad productiva entre economías. **Otro** subrayó que algunas economías latinoamericanas continúan con su normalización monetaria. **Uno** puntualizó que los bancos centrales de Brasil y Chile siguieron recortando sus tasas de referencia, mostrando optimismo sobre la trayectoria para la inflación, mientras que el Banco Central de Colombia ha sido más moderado con sus recortes. **Otro** señaló que, hacia delante, para las economías avanzadas, con excepción de Japón, se espera que los recortes puedan comenzar en el segundo trimestre de este año. **Uno** notó que el BCE y el Banco de Inglaterra destacaron que seguirán con un enfoque de cautela y dependencia de los datos, con el fin de garantizar que la inflación siga una tendencia hacia sus respectivas metas. **Otro** subrayó que entre las economías emergentes de Europa y Asia se prevén pocas modificaciones en las posturas de sus autoridades monetarias. **Uno** agregó que se anticipa que los ajustes en las posturas monetarias durante este año sean congruentes con el avance de la inflación hacia sus respectivos objetivos.

Algunos notaron que los mercados financieros internacionales han mostrado sensibilidad tanto a la publicación de cifras económicas, principalmente en Estados Unidos, como a cambios en las perspectivas para las tasas de referencia, especialmente las de la Reserva Federal. **Uno** externó que las reacciones de los mercados ante acontecimientos en Estados Unidos reflejan el carácter sistémico de su economía y la incertidumbre sobre su evolución. **Otro** apuntó que en las últimas semanas los mercados han respondido a la publicación de datos y a comentarios de funcionarios de bancos centrales, buscando anticipar el punto de inflexión de la política monetaria, primordialmente en Estados Unidos y en Europa. **Algunos** recordaron que a finales del año pasado se registraron importantes reducciones en las tasas de interés soberanas. **Uno** lo atribuyó a la continuación de los efectos de un menor alcance del mensaje de tasas altas por más tiempo por parte de la Fed. **Otro** señaló como causa la menor inflación observada. **La mayoría comentó que, posteriormente, la publicación de datos que apuntan a que la economía estadounidense sigue resiliente se vio reflejada en los mercados financieros internacionales. Algunos** puntualizaron que las tasas de interés gubernamentales han revertido

parcialmente la caída observada a finales del 2023. **Algunos** agregaron que también se ha recuperado el dólar estadounidense. **Uno** añadió que recientemente se ha observado una compresión en los diferenciales por crédito y un repunte en los mercados accionarios, en particular en el sector de tecnología. **Algunos** resaltaron que en las últimas semanas se moderó la volatilidad en dichos mercados. Sobre los mercados emergentes, **uno** subrayó que el inicio del 2024 se ha caracterizado por un desempeño ligeramente adverso para sus activos, revirtiendo en parte el buen comportamiento del último trimestre de 2023.

Algunos expresaron que hacia delante no se descartan episodios de volatilidad financiera ante la postura dependiente de los datos de diversos bancos centrales. Al respecto, **uno** agregó que la divergencia entre la comunicación de los bancos centrales y las expectativas de los mercados representa un riesgo para la estabilidad financiera, ya que podría generar ajustes abruptos en precios de algunos activos ante condiciones financieras desfavorables. Entre los riesgos para la estabilidad financiera, **algunos** destacaron la posibilidad de inestabilidad ante los diversos comicios electorales que se realizarán este año alrededor del mundo. **Uno** añadió que un posible escalamiento en los conflictos geopolíticos también puede generar volatilidad.

Actividad Económica en México

Todos mencionaron que en el cuarto trimestre de 2023 la economía mexicana registró una desaceleración mayor a la esperada. La mayoría notó que los tres sectores de actividad contribuyeron al menor ritmo de expansión. Uno puntualizó que el crecimiento trimestral de 0.1% en el cuarto trimestre se observó luego de expansiones de 0.6, 0.9 y 1.1% en los trimestres anteriores. De este modo, **algunos** consideraron que, al expandirse 3.1% en el año, la economía exhibió un crecimiento robusto en 2023. **Uno** agregó que, sin embargo, la desaceleración al cierre del año implica una expectativa de crecimiento del PIB para 2024 ligeramente menor.

Respecto del comportamiento de la actividad industrial, todos comentaron que las manufacturas mostraron debilidad. Uno señaló que ello estuvo en línea con la atonía de este sector en Estados Unidos. **Algunos** notaron la moderación del componente de equipo de transporte. **Uno** precisó que ello se dio después de su importante expansión desde finales de 2021. **Algunos** resaltaron que, durante el 2023, la debilidad de las

manufacturas contrastó con el dinamismo del sector de la construcción. **No obstante, la mayoría sostuvo que, en los datos más recientes, este último sector presentó un crecimiento menor al que se esperaba.** Al respecto, **algunos** argumentaron que, sin embargo, el nivel de actividad en este sector permanece elevado.

Respecto de la demanda interna, la mayoría indicó que recientemente la inversión moderó su ritmo de expansión debido a la desaceleración de la construcción no residencial y del rubro de maquinaria y equipo. Algunos mencionaron que, a pesar de lo anterior, la inversión registró un crecimiento importante en el último año y que se mantiene en niveles elevados. **Uno** detalló que con datos a noviembre la formación bruta de capital creció a tasas anuales por encima del 20%. **Algunos** agregaron que el consumo continuó con su tendencia positiva, si bien **algunos** observaron que mostró un menor dinamismo hacia el cierre del año. **Algunos** precisaron que el crecimiento del consumo ha reflejado el dinamismo del de bienes importados. **Algunos** notaron que, en contraste, el de los bienes y servicios nacionales mostró atonía. En cuanto a la demanda externa, **uno** comentó que las exportaciones manufactureras se contrajeron en el cuarto trimestre. **Algunos** notaron que las automotrices registraron un ligero avance en el margen, mientras que las no automotrices se han moderado con respecto de lo observado en la primera mitad de 2023. En este sentido, **uno** consideró que la demanda agregada se ha moderado. **Otro** alertó que estas señales de moderación deben seguir monitoreándose.

La mayoría argumentó que se espera que la actividad económica retome un mayor dinamismo en la primera mitad de 2024. Algunos observaron que se anticipa que el gasto de inversión pública siga contribuyendo al crecimiento de la actividad productiva. **Uno** apuntó que en años con procesos electorales la demanda interna suele tener un mayor dinamismo en la primera mitad del año. **Otro** agregó que se anticipa que el gasto en construcción pública continúe ante los planes de expansión fiscal para el año. Sin embargo, **uno** notó que existe incertidumbre sobre el dinamismo de la actividad económica ante los efectos que pueda tener la postura fiscal, la desaceleración observada al cierre de 2023 y la expectativa de una demanda externa más débil. **Algunos** sostuvieron que también se espera que el gasto privado continúe expandiéndose. Respecto de los riesgos para el crecimiento, **uno** identificó como riesgo al alza la posibilidad de que los efectos de la relocalización de empresas a México sean mayores a lo previsto.

Como riesgo a la baja, indicó que la economía estadounidense se desacelere más de lo anticipado. Opinó que el balance de riesgos para el crecimiento se mantiene equilibrado.

La mayoría mencionó que, a pesar de la menor tasa de crecimiento trimestral registrada al cierre de 2023, la estimación puntual de la brecha del producto permaneció positiva, si bien disminuyó en el margen y sigue sin ser estadísticamente distinta de cero. Uno señaló que a lo largo del horizonte de pronóstico ahora se anticipa una brecha ligeramente menos positiva y que se vaya cerrando, acercándose a cero.

La mayoría destacó que el mercado laboral continuó presentando fortaleza. Coincidió en que las tasas de desocupación permanecen bajas. No obstante, **algunos** externaron que hay señales de relajamiento en el mercado laboral. **Uno** añadió que el crecimiento del empleo formal ha disminuido. **Otro** comentó que tanto la razón de ocupación como el número de vacantes han dado señales de moderación. **Algunos** mencionaron la estabilización de la tasa de participación.

La mayoría consideró que los salarios continúan aumentando a una tasa elevada. Algunos precisaron que muestran tasas de crecimiento nominal anual de doble dígito. **Uno** expuso que estas tasas de variación son históricamente altas. **Otro** detalló que la variación anual del salario nominal diario asociado a trabajadores asegurados en el IMSS se mantuvo en diciembre por encima del 10%, mientras que la revisión de salarios contractuales se ubicó en 9.7% y 4.2% para empresas privadas y públicas, respectivamente. No obstante, **uno** argumentó que las variaciones de los salarios de los trabajadores formales parecen haber comenzado a estabilizarse. **Otro** puntualizó que estas se han moderado en los sectores industrial y de servicios. Respecto de los recientes incrementos al salario mínimo, **uno** sostuvo que estos han tenido una creciente incidencia en el salario medio.

Inflación en México

La mayoría reconoció el proceso de desinflación en México. Algunos notaron que la inflación general se encuentra en niveles significativamente menores al máximo de 8.70% que registró en agosto de 2022. **Uno** precisó que actualmente se ubica 382 puntos base por debajo de dicho pico, de los cuales 248 se deben a la disminución de la subyacente y 134 al componente no subyacente. Apuntó que lo anterior refleja un mejor balance entre las contribuciones de la subyacente y la no subyacente.

Todos mencionaron que en sus últimas lecturas la inflación general anual aumentó y que en enero de 2024 se ubicó en 4.88%. La mayoría señaló que este aumento en la inflación general obedeció a un repunte de la inflación no subyacente, toda vez que la inflación subyacente ha continuado disminuyendo. Destacó que el componente no subyacente, después de haber registrado mínimos históricos, ha aumentado, alcanzando 5.24% en enero. Detalló que, en el margen, los aumentos en este componente obedecieron a fuertes incrementos en los precios de algunos productos dentro del rubro de frutas y verduras. Algunos mencionaron que lo anterior fue propiciado por una reducción considerable de la oferta como resultado de factores climáticos. **Uno** subrayó que en enero la inflación de este rubro se ubicó en 21.78%. **Algunos** enfatizaron que buena parte de este incremento se debió a los ajustes al alza en los precios de tres hortalizas: la cebolla, el jitomate y el tomate verde. **Uno** detalló que estos tres productos explicaron más del 70% de la variación anual de este subcomponente en enero. Notó que los aumentos en estos precios han sido de los más extremos que se hayan observado en las últimas dos décadas. **Otro** resaltó que las hortalizas referidas contribuyeron con 84 de los 488 puntos base que registró la cifra de inflación general en enero. **Uno** indicó que las variaciones anuales de los precios de solo dos genéricos contribuyeron, en conjunto, con más de la mitad del nivel registrado por la inflación anual de las frutas y verduras en su última lectura. **Otro** señaló que el nivel actual de la no subyacente está muy cerca de su promedio histórico, por lo que el riesgo de una reversión a su media histórica prácticamente ya se materializó.

Todos destacaron que la inflación subyacente continuó mostrando una tendencia a la baja y que en enero de 2024 se ubicó en 4.76%. Algunos subrayaron que desde el máximo alcanzado en noviembre de 2022 este componente se ha reducido 375 puntos base. **Uno** enfatizó que diversas medidas de tendencia central de la inflación subyacente han exhibido una trayectoria a la baja desde el segundo semestre de 2022 y que las variaciones extremas han venido reduciéndose. Señaló que más de un tercio de los genéricos que conforman este componente exhiben variaciones mensuales desestacionalizadas y anualizadas menores o iguales a 3%.

En el interior del componente subyacente, la mayoría subrayó la disminución en la inflación de las mercancías. Especificó que las alimenticias y no alimenticias se ubicaron en enero en 5.54% y 2.97%, respectivamente. Uno

sostuvo que, si bien la inflación de las mercancías alimenticias aún permanece alta, su descenso ha sido significativo. Precisó que, después de haber alcanzado un máximo de 14.14% en diciembre de 2022, ha disminuido 860 puntos base y su última lectura es la más baja desde mayo de 2021. **Otro** enfatizó que el índice de precios de las mercancías ha registrado variaciones mensuales con tasas desestacionalizadas y anualizadas cercanas al 3%.

La mayoría señaló que la inflación de servicios aún no presenta una clara tendencia descendente. Algunos puntualizaron que en enero se ubicó en 5.25%. **Uno** mencionó que desde agosto de 2022 ha registrado tasas anuales por encima del 5%. Consideró que esta persistencia es preocupante ya que, al ser los servicios no comerciables, responden más a las presiones internas y particularmente a las condiciones cíclicas de la economía. **Otro** detalló que la inflación de los servicios se mantiene elevada y que se perciben presiones en dos de sus tres componentes. **Uno** señaló que la de los servicios distintos a vivienda y educación se mostró estable, aunque en niveles altos. **Otro** enfatizó que, en el margen, la inflación de servicios presentó una ligera reducción y que se sitúa por debajo del máximo de 5.71% que alcanzó en marzo de 2023. Resaltó que las variaciones en los precios de algunos de sus genéricos sí han exhibido una trayectoria a la baja.

La mayoría comentó que la inflación de servicios continúa reflejando las presiones de costos que se acumularon con la pandemia y la guerra en Ucrania. **Uno** aseveró que su comportamiento obedece a un ajuste necesario en la economía ante una importante distorsión en los precios relativos entre mercancías y servicios que se generó a raíz de la pandemia. Recordó que ante las afectaciones económicas de este problema sanitario, la inflación de mercancías aumentó antes que la de servicios y que ahora, en la etapa de desinflación, la inflación de las mercancías ha disminuido más rápido. No obstante, resaltó que anticipa que también se observe una reducción en la inflación de servicios conforme se reflejen los efectos de la mitigación de los choques e incida el apretamiento monetario. Agregó que la materialización de esta perspectiva es un factor a monitorear.

Algunos consideraron que las expectativas de inflación de mediano y largo plazos provenientes de encuestas permanecieron relativamente estables. **Uno** apuntó que se acercaron a sus promedios históricos y que sus distribuciones presentaron mejoras en el margen. **Algunos** notaron que

persisten en niveles por encima de la meta. **Uno** detalló que las expectativas para el promedio de los próximos cuatro años se situaron en 3.7%, aún por encima de su promedio histórico previo al 2020, mientras que las de cinco a ocho años se mantuvieron en 3.5%.

Respecto de las expectativas de inflación de corto plazo, **algunos** comentaron que las correspondientes para el cierre de 2024 registraron incrementos. **Uno** señaló que más de la mitad de los encuestados espera que al cierre de este año la inflación se ubique por encima del intervalo de variabilidad. **Otro** especificó que la mediana de las expectativas de inflación general al cierre de 2025 se ubicó en 3.7%, que difiere del pronóstico de 3.1% del Banco de México para ese mismo periodo. **Uno** destacó que las expectativas para los siguientes 12 meses han seguido reduciéndose y acumulan un descenso de 104 puntos base desde marzo de 2023. **Otro** indicó que las expectativas de corto plazo del componente subyacente disminuyeron ligeramente, mientras que las implícitas del componente no subyacente se ajustaron al alza. Respecto de las expectativas extraídas de instrumentos de mercado, resaltó que la compensación por inflación y riesgo inflacionario presentó disminuciones en la parte corta y se ubicó por debajo de 4%, mientras que en la parte larga permaneció en niveles más elevados. Notó que la evolución más lenta de las expectativas en instrumentos de mercado contrasta con la disminución en las de mediano y largo plazos de los analistas, lo que opinó sugiere incertidumbre con respecto de la trayectoria de la inflación.

La mayoría mencionó que los pronósticos para la inflación general del Instituto Central se revisaron ligeramente al alza en el corto plazo. Señaló que los choques de oferta que están incidiendo sobre el componente no subyacente explican fundamentalmente este ajuste. Estimó que estas afectaciones no serían duraderas, por lo que se prevé que el proceso desinflacionario continúe en los próximos meses. Algunos comentaron que se espera que la incidencia de estos choques de oferta disminuya en el segundo trimestre de 2024. **La mayoría puntualizó que se sigue anticipando que la inflación general converja a la meta en el segundo trimestre de 2025.** Respecto de los pronósticos para la inflación subyacente, **algunos** indicaron que se mantuvieron prácticamente en los mismos niveles que en la reunión pasada. **Uno** detalló que las proyecciones de este componente se ajustaron ligeramente a la baja para el primer trimestre de 2024 como resultado

de las menores variaciones anuales en los precios de las mercancías en enero respecto de lo previsto. **Otro** resaltó que no se prevé un traspaso del aumento reciente del componente no subyacente hacia la inflación subyacente, y que se sigue previendo que esta se ubique alrededor de 3% en el segundo trimestre de 2025.

Todos consideraron que el balance de riesgos respecto de la trayectoria prevista para la inflación en el horizonte de pronóstico se mantiene sesgado al alza. **Uno** mencionó que, en su opinión, este balance ha acentuado su sesgo al alza y su nivel de incertidumbre. Señaló que ha aumentado el riesgo de que el proceso de desinflación pudiera estancarse o revertirse. Subrayó que recientemente el componente subyacente ha venido disminuyendo a una menor velocidad. Asimismo, notó el incremento mayor al esperado del componente no subyacente. Por su parte, **otro** resaltó que ya se anticipaba que el proceso de desinflación fuese no lineal y heterogéneo. Estimó que ello no altera el panorama de mediano plazo para la inflación. Aseveró que, a pesar del repunte reciente de la inflación general, el balance de riesgos ha mejorado respecto del prevaleciente a finales de 2022 e inicios de 2023. Argumentó que los riesgos que ahora prevalecen son más parecidos a los que se han enfrentado en otros episodios inflacionarios, en comparación con los choques atípicos enfrentados a raíz de la pandemia, por lo que su materialización tendría efectos más acotados sobre la inflación.

Entre los riesgos al alza para la inflación, la mayoría resaltó la persistencia del componente subyacente en niveles elevados. Al respecto, **algunos** apuntaron que es factible que la inflación de servicios siga mostrando cierta rigidez a la baja. **Uno** señaló que esto puede deberse a que los precios de los servicios aún no han compensado la totalidad del incremento observado en los costos de producción. **Otro** comentó que el descenso de la inflación de mercancías también podría estancarse debido, entre otros factores, a la desaceleración de la caída en la inflación global.

La mayoría advirtió sobre la posibilidad de mayores presiones de costos de diversa índole. **Algunos** resaltaron el riesgo de que un escalamiento de los conflictos geopolíticos conduzca a mayores incrementos en los costos de transporte y presiones al alza en los precios de energéticos, al afectar la seguridad y continuidad de las cadenas globales de suministro. **Uno** agregó la posibilidad de que los factores climáticos, geopolíticos y macrofinancieros generen disrupciones en el

suministro de productos agrícolas, energéticos y mercancías, y que ello acelere la inflación. **Otro** agregó que una posible interrupción de la política de precios de gasolinas igualmente constituye un riesgo para este componente. No obstante, **uno** externó que, a pesar de que los incidentes en el Mar Rojo han aumentado los costos de transporte entre Europa y Asia, su incidencia sobre la inflación debería ser significativamente menor en comparación con las afectaciones generadas por los cuellos de botella provocados por la pandemia. Por su parte, **otro** indicó el riesgo proveniente de los ajustes salariales, así como los asociados con la inseguridad. **Algunos** advirtieron que la inflación no subyacente también podría seguir viéndose afectada por factores climáticos. **Uno** añadió que los factores climáticos también podrían afectar al componente subyacente, por ejemplo, a través del efecto de la escasez de agua sobre los precios de algunos servicios.

Algunos argumentaron que el comportamiento de la demanda agregada también podría significar un riesgo para la persistencia de la inflación. **Uno** opinó que los indicadores de capacidad instalada y del mercado laboral envían señales de condiciones de estrechez, por lo que no se pueden descartar presiones sobre los precios por parte de la demanda agregada. **Otro** señaló que el mayor gasto público contemplado para este año podría reforzar las presiones de demanda más de lo previsto y ralentizar la reducción de la inflación. Afirmó que para 2025, en caso de que el recorte del gasto público resulte menor al anunciado, el crecimiento sería mayor al proyectado. Por su parte, comentó que los mercados esperan que los recortes de las tasas de referencia en economías avanzadas sean de mayor magnitud a lo comunicado por los bancos centrales. Alertó que estas discrepancias podrían resultar en salidas de capital, depreciaciones cambiarias y presiones inflacionarias en las economías emergentes, incluyendo México.

Entre los riesgos a la baja, **uno** destacó una desaceleración en la economía mundial mayor a la anticipada que conduzca a un descenso de la inflación global más rápido de lo previsto. Enfatizó que la reducción de la inflación global, y especialmente la de Estados Unidos, contribuye a la desinflación en México mediante menores variaciones en los precios de bienes comerciables.

Entorno Macrofinanciero

Algunos indicaron que los mercados financieros nacionales mostraron un comportamiento ordenado. **La mayoría mencionó que el peso mexicano se**

apreció ligeramente y presentó una mejoría en sus condiciones de operación. Uno destacó que dichas condiciones ya regresaron a niveles de prepandemia y que, en general, el peso mexicano permaneció estable a pesar de la volatilidad registrada en ciertas sesiones. **La mayoría señaló que el peso destacó dentro del conjunto de emergentes, favorecido por un diferencial de tasas ajustado por volatilidad relativamente alto y fundamentales macroeconómicos estables. Algunos** externaron que tanto el mercado como los analistas perciben la posibilidad de enfrentar episodios de volatilidad cambiaria y de que pudiera ocurrir una corrección al alza en el tipo de cambio asociada, entre otros factores, con los procesos electorales tanto en México como en Estados Unidos.

La mayoría notó que las tasas de interés de valores gubernamentales tuvieron disminuciones moderadas a lo largo de toda la curva de rendimientos. Uno especificó que se observó interés de los participantes extranjeros por instrumentos de corto plazo. Atribuyó este interés a que los inversionistas buscan tomar ventaja de los niveles de tasas de interés y de la expectativa de que estas permanezcan relativamente elevadas durante el año, en comparación con las de otros países emergentes. **Algunos** subrayaron que en diciembre también se observó un importante posicionamiento por parte de inversionistas extranjeros en deuda gubernamental local. **Uno** precisó que lo anterior se revirtió parcialmente durante enero. **Otro** agregó que, durante los primeros días de este año, se realizaron dos colocaciones de deuda gubernamental en los mercados internacionales. Por su parte, señaló que el mercado accionario presentó un desempeño positivo, con una ganancia mayor a 6% desde la última decisión. **Uno** añadió que este mercado registró un fuerte dinamismo al final de 2023, si bien durante enero mostró un desempeño más moderado. **Otro** afirmó que desde finales de 2022 los indicadores de riesgo soberano de México, así como de otras economías emergentes, han mostrado una tendencia decreciente.

En lo referente al financiamiento total en la economía, **algunos** destacaron que este continuó creciendo por la expansión del componente interno, toda vez que el externo disminuyó. **Uno** mencionó que la expansión de las fuentes monetarias continuó reflejando la adquisición de instrumentos a plazo. **La mayoría resaltó que el crédito otorgado por la banca comercial siguió creciendo. Algunos** subrayaron que el crédito a la vivienda mantuvo una expansión moderada. Agregaron que la cartera de consumo continuó con un elevado ritmo de

crecimiento, aunque exhibió cierta desaceleración. **Uno** señaló que dicho desempeño ha sido impulsado por la demanda ya que, de acuerdo con la encuesta a los bancos, las condiciones generales de otorgamiento de crédito se han estrechado. **Otro** añadió que la demanda empresarial de crédito bancario ha mantenido un ritmo de expansión por encima del promedio anual previo a la pandemia. En cuanto al riesgo crediticio, indicó que los niveles de morosidad se mantienen en niveles relativamente bajos y estables, si bien se observa una tendencia marginal al alza.

Política Monetaria

La Junta de Gobierno evaluó los efectos de los choques sobre la inflación y sus determinantes, así como el comportamiento de las expectativas de mediano y largo plazos y el proceso de formación de precios. Reconoció el proceso desinflacionario en el país. No obstante, estimó que el panorama sigue implicando retos. 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. En las siguientes reuniones evaluará, en función de la información disponible, la posibilidad de ajustar la tasa de referencia. Tomará en cuenta el progreso en el panorama inflacionario y los retos que aún prevalecen. Considerará la incidencia de la postura monetaria restrictiva que se ha mantenido y la que siga imperando sobre la evolución de la inflación a lo largo del horizonte en el que opera la política monetaria. Las acciones que se implementen serán tales que la tasa de referencia sea congruente, en todo momento, con la trayectoria requerida para propiciar la convergencia ordenada y sostenida de la inflación general a la meta de 3% en el plazo previsto. El Banco Central reafirma su compromiso con su mandato prioritario y la necesidad de perseverar en sus esfuerzos por consolidar un entorno de inflación baja y estable.

Un miembro señaló que, si bien siempre debe tenerse presente que la meta de inflación es sobre el índice de la general, al conducir la política monetaria debe considerarse que el componente no subyacente es muy volátil y que el subyacente refleja de mejor forma la tendencia de la inflación. Recordó que en la segunda mitad de 2022, a pesar de que la inflación general ya estaba decreciendo, se prosiguió con el ciclo alcista. Explicó que ello se dio considerando que las reducciones se atribuían a la disminución del componente no subyacente, en tanto que el subyacente seguía aumentando. Detalló que no fue hasta que la inflación subyacente comenzó a mostrar reducciones marcadas que se juzgó que la fase de desinflación había iniciado y que, de manera unánime, se decidió dejar de incrementar la tasa. Resaltó que actualmente la inflación subyacente sigue descendiendo. Consideró que para las decisiones de política monetaria es importante tomar en cuenta que el incremento en la inflación general refleja un cambio de precios relativos en algunos productos particulares del componente no subyacente. Agregó que choques como los que se suscitaron recientemente tienden a revertirse relativamente rápido y no se comparan con los ocurridos durante la pandemia y la guerra en Ucrania que fueron generalizados, profundos y duraderos. Añadió que es previsible que la inflación general retome su tendencia descendente en los siguientes meses. Comentó que en la próxima reunión podrá evaluarse, dependiendo de la información disponible, la conveniencia de ajustar la tasa de referencia a la baja, tomando en cuenta el visible progreso en la desinflación y al mismo tiempo los retos que aún prevalecen. Argumentó que la inflación general se mantiene por arriba de la meta y la subyacente todavía se ubica en niveles relativamente altos a pesar de su notable descenso. Enfatizó que reconocer el avance en la desinflación y discutir la posibilidad de reducir la tasa no implica que se haya declarado victoria en el combate a la inflación, pues se admite que la tarea no ha concluido. Detalló que deberá irse ponderando el nivel de restricción monetaria con la evolución de la inflación y de sus componentes, así como con sus perspectivas, considerando que la postura restrictiva que se ha mantenido, y la que siga imperando, incidirán sobre la evolución de la inflación durante el horizonte en el que opera la política monetaria. Opinó que, ante los retos, cuando las condiciones macroeconómicas permitan recortes en la tasa de referencia, estos serían graduales. Destacó que el Banco de México debe seguir con el enfoque de cautela que ha guiado sus decisiones. Subrayó que las acciones que se implementen serán tales que dicha tasa será congruente, en todo momento, con la trayectoria requerida para propiciar la

convergencia ordenada y sostenida de la inflación general a la meta en el plazo previsto. Ello en beneficio de la población del país, primordialmente de los segmentos de menores ingresos, los cuales son los más afectados por los episodios inflacionarios.

Otro miembro enfatizó que para esta reunión es importante considerar que, si bien la inflación subyacente ha mostrado un comportamiento favorable, los riesgos de un repunte en el componente no subyacente, para regresar a niveles más similares a su promedio histórico, han comenzado a materializarse en una magnitud tal que más que compensa el descenso que sigue registrando la inflación subyacente. Señaló que, aunque el escenario central considera que los choques de precios relativos que han afectado al componente no subyacente se desvanezcan en el segundo trimestre de 2024, persisten otros riesgos que pueden obstaculizar la trayectoria prevista de la inflación hacia la meta de 3%. Al respecto, resaltó la posibilidad de que la inflación no subyacente se establezca en niveles superiores a los previstos para este componente en los pronósticos del Instituto Central. Detalló que estos últimos contemplan que la inflación no subyacente se ubique a lo largo de 2025 en niveles cercanos a la mitad de su promedio histórico. Mencionó también como factores de riesgo para la trayectoria prevista de la inflación que la resiliencia de la economía nacional resulte mayor a la anticipada, así como la posibilidad de episodios de depreciación de la moneda nacional durante 2024 ante factores de riesgo externos e internos, como lo anticipan algunos indicadores del mercado cambiario. Además, externó preocupación de que las expectativas de inflación, tanto las provenientes de encuestas como las extraídas de instrumentos de mercado, no están disminuyendo al ritmo necesario para llegar a la meta de 3%. Juzgó que, ante el entorno de elevada incertidumbre y los riesgos al alza señalados, es indispensable conservar el nivel de restricción monetaria alcanzado, por lo que en esta reunión la tasa de referencia debe mantenerse en su nivel actual. Opinó que en el comunicado de esta decisión debe preservarse el tono de cautela ante un entorno en el cual el balance de riesgos para la inflación se mantiene sesgado al alza. Advirtió que no se puede descartar que sea necesario mantener el nivel actual de la tasa de referencia por más tiempo del que anticipa el consenso del mercado. Ante la dinámica inflacionaria que prevalece, comentó que resulta sumamente riesgoso incluir una guía futura por lo que, en su opinión, debe reforzarse un enfoque dependiente de los datos. Argumentó que el comunicado debe ofrecer flexibilidad para cada una de las decisiones futuras, ya que la

coyuntura económica es altamente incierta, tanto en el ámbito externo como interno, por lo que el Instituto Central no debe comprometerse a realizar cualquier ajuste a la tasa de referencia en un plazo específico.

Un miembro enfatizó que en esta ocasión no debe plantearse una primera disminución de la tasa de referencia, considerando que la inflación general recientemente ha aumentado, incluso más de lo previsto, ante el repunte del componente no subyacente y dado que las expectativas de inflación de corto y mediano plazos se ajustaron al alza. Además, argumentó que el pronóstico de inflación podría considerarse optimista ya que se asume el aumento en la inflación no subyacente como temporal, de lo cual no se tiene certeza. Consideró que las recientes cifras sorprendidas de inflación y actividad económica han mandado señales encontradas para la determinación de la postura monetaria. Opinó que antes de iniciar un ciclo de recortes consecutivos en la tasa de referencia se requiere que la inflación subyacente y, particularmente, el subcomponente de servicios, muestren una menor persistencia y consoliden una trayectoria descendente, como anticipan las previsiones del Instituto Central. Comentó que habrá que cerciorarse de que no haya un contagio del repunte del componente no subyacente a la inflación subyacente, de que la política monetaria surta sus efectos en la demanda agregada y de que los choques a la inflación no subyacente efectivamente se reviertan. Puntualizó que también se necesita que las expectativas de inflación regresen al intervalo de variabilidad. Apuntó que debe mandarse la señal de que no se reparará en los esfuerzos por fortalecer el anclaje de las expectativas de inflación. Subrayó que, hacia adelante, deben preservarse los niveles actuales de restricción monetaria. Mencionó que, en su opinión, comparado con otros países, la política monetaria en México no es tan efectiva por lo que se requiere una restricción monetaria más duradera. Detalló que, desde el último incremento de la tasa, se ha observado un apretamiento pasivo de la postura monetaria, especificando que la tasa real ex-ante se ha incrementado aproximadamente 110 puntos base. Ante esto, estimó que, en caso de una mejora significativa en el panorama inflacionario, podría realizarse algún ajuste en la tasa de política con el fin de mantener un nivel elevado de restricción monetaria, pero sin generar una astringencia excesiva. Agregó que el panorama es muy incierto por lo que en las próximas decisiones de política monetaria deberá prevalecer la cautela y prudencia en la administración de la restricción monetaria. Resaltó que cualquier ajuste eventual a la baja en la tasa de política no debe interpretarse como el inicio de un ciclo de relajación monetaria. Destacó que, en

su opinión debe comunicarse que las próximas decisiones de política monetaria serán completamente dependientes de la evolución de los datos y de que no se materialicen los riesgos al alza para la inflación.

Otro miembro comentó que durante 2023 la inflación disminuyó significativamente y a una velocidad con pocos precedentes. Señaló que recientemente ha ocurrido una reversión de la no subyacente mientras que la subyacente, que es la más sensible a la política monetaria, ha continuado su descenso. Indicó que los pronósticos sugieren que el proceso de desinflación continuará, al tiempo que las expectativas de inflación permanecen ancladas y en movimiento gradual hacia sus promedios históricos. Sin embargo, advirtió que la brecha entre la inflación observada y su meta sigue siendo amplia y que existen diversos riesgos para la convergencia. Explicó que, para cerrar la brecha inflacionaria, desde septiembre de 2022 la tasa real ex-ante ha permanecido en terreno restrictivo. Recordó que, aunque la tasa nominal no ha sufrido cambios desde marzo de 2023, la restricción ha aumentado en la medida en que la inflación y las expectativas han ido mejorando. Apuntó que, para dimensionar la restricción alcanzada, se puede ver que la diferencia entre la tasa real ex-ante y la estimación central de su intervalo de neutralidad es más de dos veces la brecha inflacionaria. Agregó que, en el pasado, cuando la inflación ha estado por arriba de 4%, la brecha de la tasa real ha sido, en promedio, menor a una vez la brecha de inflación. Enfatizó que, en congruencia con los insólitos choques experimentados, la razón entre ambas brechas es la más grande que se haya visto durante todo un ciclo monetario. Puntualizó que esta medida es asimismo superior al promedio que mantienen actualmente tanto economías emergentes como avanzadas, e incluso mayor a la observada en economías que han exhibido una fuerte resiliencia, que han enfrentado episodios de estrés cambiario o presiones fiscales. Apuntó que, hacia adelante, dada la desinflación prevista y el incremento pasivo de la tasa real, de no ajustarse la tasa de referencia, la proporción entre ambas brechas podría elevarse sustancialmente y por arriba de lo necesario. Añadió que, debido al sesgo al alza del balance de riesgos para la inflación, el pronóstico aún es susceptible de revisarse en esa dirección, lo que implicaría que el espacio para calibrar la postura monetaria es acotado y requerirá de una evaluación minuciosa en cada decisión. Destacó que el enfoque debe ser prudente, cauteloso, flexible y dependiente de los datos. Concluyó que en las siguientes decisiones, si las condiciones macroeconómicas lo permiten, podría ponderarse el nivel de restricción que

prevalezca con la evolución de la inflación y sus determinantes, en cumplimiento con el mandato constitucional, procurando un ajuste ordenado de la economía y de los mercados financieros.

Un miembro enfatizó que la política monetaria debe responder a la tendencia del panorama inflacionario en su conjunto y consideró que sus avances permiten discutir la pertinencia de un ajuste en la postura. Resaltó la disminución de alrededor de 380 puntos base en las inflaciones general y subyacente, así como reducciones en la frecuencia de revisiones de precios, en el porcentaje de genéricos con variaciones extremas y en las medidas de tendencia central. Asimismo, destacó que, aunque el balance de riesgos continúa sesgado al alza, es menos adverso que el prevaleciente a inicios de 2023. Comentó que el grado de restricción monetaria alcanzado obedeció a la naturaleza atípica de los choques y los riesgos enfrentados, y reiteró que ambos se han mitigado significativamente. Recordó que el repunte en la inflación general obedece a un alza significativa en pocos productos del componente no subyacente, que se prevé sea temporal, y consideró como un progreso relevante que el proceso desinflacionario reciente ha estado guiado por la subyacente. Por ello, estimó que siendo congruente con el tono de cautela que ha caracterizado este ciclo, en esta ocasión hay espacio para ajustar la comunicación de tal forma que capture estas mejoras, así como los riesgos que prevalecen. Por otra parte, notó se ha registrado un apretamiento pasivo de alrededor de 109 puntos base y añadió que cuando la inflación se ha encontrado en niveles similares, las tasas nominal y real han estado muy por debajo de los niveles actuales. Así, señaló que la postura monetaria es claramente restrictiva bajo cualquier métrica, y sostuvo que seguirá siendo robusta ante cambios en la postura relativa. Resaltó que ajustes a la baja en la tasa no impedirían continuar con una postura restrictiva, la cual es necesaria pues aún queda camino por recorrer. Asimismo, destacó que dado que la política monetaria opera con rezagos esta seguirá propiciando la convergencia de la inflación, y añadió que la velocidad con la que se trasmite a los diferentes componentes es heterogénea. Al respecto notó que la inflación de las mercancías ha caído más rápido que la de los servicios, e indicó que el comportamiento de los últimos obedece a un ajuste necesario en la economía ante la distorsión en su precio relativo. Opinó que el reto es ajustar el grado de restricción de tal forma que sea congruente con una inflación que, si bien aún se encuentra por encima de la meta, ha descendido

considerablemente. Consideró que los ajustes a la postura serán graduales ante la no-linealidad esperada del proceso desinflacionario, lo que permitirá evaluar su comportamiento y monitorear los riesgos que prevalecen. Indicó que el que dichos cambios sean continuos o no, dependerá de la evolución del panorama inflacionario en su conjunto.

3. DECISIÓN DE POLÍTICA MONETARIA

La Junta de Gobierno evaluó los efectos de los choques sobre la inflación y sus determinantes, así como el comportamiento de las expectativas de mediano y largo plazos y el proceso de formación de precios. Reconoció el proceso desinflacionario en el país. No obstante, estimó que el panorama sigue implicando retos. 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. En las siguientes reuniones evaluará, en función de la información disponible, la posibilidad de ajustar la tasa de referencia. Tomará en cuenta el progreso en el panorama inflacionario y los retos que aún prevalecen. Considerará la incidencia de la postura monetaria restrictiva que se ha mantenido y la que siga imperando sobre la evolución de la inflación a lo largo del horizonte en el que opera la política monetaria. Las acciones que se implementen serán tales que la tasa de referencia sea congruente, en todo momento, con la trayectoria requerida para propiciar la convergencia ordenada y sostenida de la inflación general a la meta de 3% en el plazo previsto. El Banco Central reafirma su compromiso con su mandato prioritario y la necesidad de perseverar en sus esfuerzos por consolidar un entorno de inflación baja y estable.

4. VOTACIÓN

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

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.

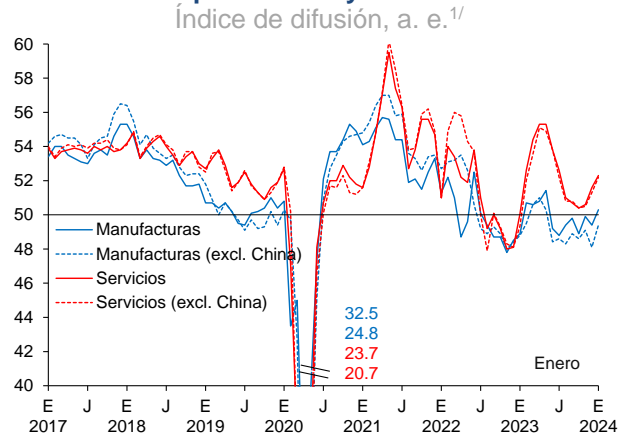
A.1. Condiciones externas

A.1.1. Actividad económica mundial

Se estima que durante el cuarto trimestre de 2023 la actividad económica global se haya expandido a un ritmo más moderado que en el trimestre anterior, si bien se mantiene resiliente. En general, se prevé un crecimiento similar al observado en el tercer trimestre para las economías avanzadas y un menor dinamismo para las emergentes, aunque habría persistido la heterogeneidad en el desempeño de la actividad económica entre países. Los índices de gerentes de compras apuntan a una ligera recuperación de los servicios y a atonía en la actividad manufacturera en el nivel global a principios de 2024 (Gráfica 1). Entre los riesgos globales destacan el agravamiento de las tensiones geopolíticas, la prolongación de las presiones inflacionarias, condiciones financieras apretadas y, en menor medida, los retos para la estabilidad financiera.

En Estados Unidos, durante el cuarto trimestre de 2023 se observó una moderación en el ritmo de expansión de la actividad económica en relación con el trimestre anterior, si bien este fue mayor a lo esperado a inicios del trimestre y relativamente dinámico. El Producto Interno Bruto (PIB) creció a una tasa trimestral ajustada por estacionalidad de 0.8%, después de haber aumentado 1.2% en el tercer trimestre (Gráfica 2).¹ Esta moderación en el crecimiento durante el cuarto trimestre reflejó menores contribuciones de la acumulación de inventarios, de la inversión residencial y del gasto público. En cambio, las exportaciones netas contribuyeron positivamente y el consumo privado continuó mostrando resiliencia.

Gráfica 1
Global: índice de gerentes de compras de producción y actividad



a. e. / Cifras con ajuste estacional.

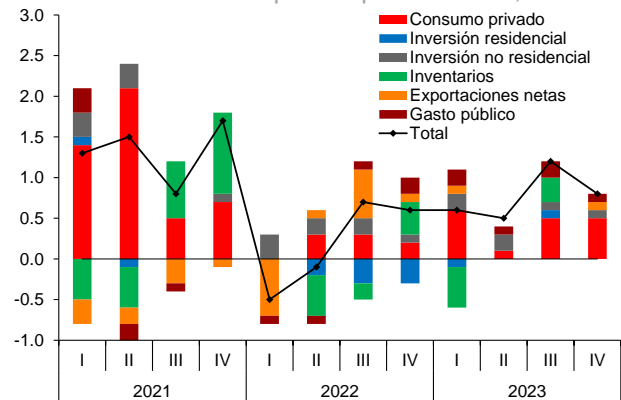
1/ El índice varía entre 0 y 100 puntos; una lectura por encima de 50 puntos se considera un aumento general en comparación con el mes previo y por debajo de 50 puntos una disminución general.

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

Fuente: IHS Markit.

Gráfica 2
EUA: PIB real y sus componentes

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



a. e. / Cifras con ajuste estacional.

Fuente: BEA.

¹ Expresado como tasa trimestral anualizada y ajustada por estacionalidad, la variación del PIB de Estados Unidos fue de

3.3% en el cuarto trimestre de 2023 y de 4.9% en el tercer trimestre de 2023.

La producción industrial en Estados Unidos creció 0.1% en diciembre de 2023, después de registrar un estancamiento en noviembre. Se presentó un avance en los rubros de manufacturas y minería, mismo que fue parcialmente contrarrestado por un retroceso en la generación de electricidad y gas. La industria automotriz siguió recuperándose tras la resolución en noviembre de las huelgas en dicho sector. Los índices de gerentes de compras sugieren que la producción del sector manufacturero seguiría débil.

El mercado laboral en Estados Unidos se mantuvo apretado durante el cuarto trimestre de 2023. La nómina no agrícola continuó expandiéndose, al pasar de una generación de 213 mil nuevas plazas en promedio mensual durante el tercer trimestre a 227 mil nuevas plazas en promedio por mes durante el cuarto trimestre. En enero, este indicador aumentó en 353 mil nuevas plazas, siendo el mayor incremento mensual en un año. Las solicitudes iniciales del seguro de desempleo continuaron en niveles bajos, ubicándose en 224 mil nuevas solicitudes en la semana que concluyó el 27 de enero. En ese mismo mes, la tasa de desempleo permaneció sin cambio en 3.7% por tercer mes consecutivo. El número de nuevas plazas vacantes se mantuvo alrededor de 9.0 millones en noviembre y diciembre. Durante el cuarto trimestre, los indicadores de crecimiento salarial mostraron relativa estabilidad, después de haber disminuido en el trimestre previo. No obstante, en enero las remuneraciones promedio por hora mostraron un ligero repunte.

En la zona del euro, la actividad económica siguió estancada en el cuarto trimestre de 2023. Esto luego de que en el trimestre previo el PIB se contrajera 0.1% a tasa trimestral ajustada por estacionalidad.² El débil desempeño estuvo asociado con la baja confianza de los consumidores, la persistencia de los conflictos geopolíticos y el endurecimiento de las condiciones financieras internas que han desincentivado cada vez más la inversión y el consumo. Adicionalmente, ha continuado la debilidad de los servicios y de la actividad industrial. La tasa de desempleo se mantuvo sin cambio en 6.4% durante noviembre y diciembre.

² Expresado como tasa trimestral anualizada ajustada por estacionalidad, la variación del PIB de la zona del euro fue de 0.1% el cuarto trimestre de 2023 y de -0.5% en el tercer trimestre de 2023.

Respecto del resto de las principales economías avanzadas, en la mayoría de los casos se habría registrado un crecimiento moderado durante el cuarto trimestre de 2023, al tiempo que sus mercados laborales se habrían mantenido apretados.

Se espera que la mayoría de las principales economías emergentes hayan registrado una expansión en el cuarto trimestre de 2023. Sin embargo, habría continuado la heterogeneidad en el desempeño de la actividad económica entre países y regiones. En Asia y Europa Emergente la información disponible apunta a una moderación en el ritmo de crecimiento de la mayoría de los países. En el caso particular de China, se observó una desaceleración. Su PIB creció a una tasa trimestral ajustada por estacionalidad de 1.0%, luego de haber avanzado 1.5% en el tercer trimestre.³ Dicha economía continuó enfrentando importantes riesgos derivados de los problemas en su sector inmobiliario. En enero, las autoridades de China anunciaron medidas monetarias y financieras adicionales para impulsar el crédito y el crecimiento de su economía. Finalmente, se prevé cierta heterogeneidad en el ritmo de crecimiento de las economías de la región de América Latina.

Los precios internacionales de las materias primas registraron un comportamiento mixto desde la última decisión de política monetaria en México. Los precios del petróleo aumentaron ante los ataques a embarcaciones en el Mar Rojo, los pronósticos de una mayor demanda de petróleo para este año e interrupciones en la producción estadounidense frente a las bajas temperaturas registradas. Por su parte, el precio del gas disminuyó a finales de enero debido a una menor demanda de energía por proyecciones de temperaturas más cálidas en Estados Unidos y debido a la mayor generación de energía eólica en Europa, que disminuye la demanda por gas como fuente de energía. Los precios de los granos descendieron por los incrementos en la producción de maíz en Estados Unidos y de soya en Sudamérica, así como por los aumentos en las exportaciones de trigo rusas. Las cotizaciones del azúcar enfrentaron ciertas presiones al alza ante las expectativas de una menor producción debido a condiciones climáticas adversas en regiones productoras y por la imposición de impuestos a las exportaciones en la

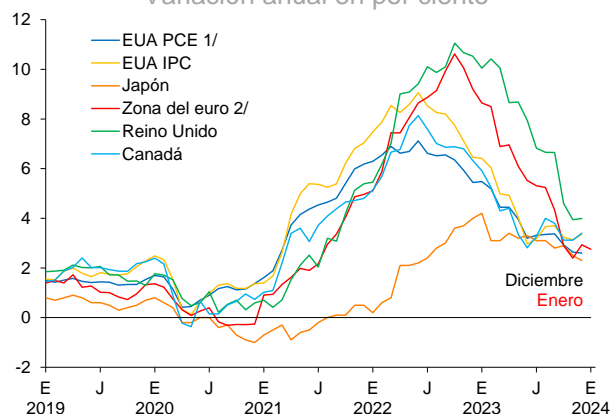
³ Expresado como tasa anual, la variación del PIB de China fue de 5.2% el cuarto trimestre de 2023 y de 4.9% en el tercer trimestre de 2023.

India. En general, los precios de los metales aumentaron por perspectivas de una mayor demanda ante las expectativas de una reducción en la tasa de interés china y la inyección de liquidez por parte del banco central de este país.

A.1.2. Política monetaria y mercados financieros internacionales

Después de exhibir una tendencia a la baja en meses previos, la inflación general en la mayoría de las economías avanzadas mostró un ajuste al alza (Gráfica 3). Lo anterior debido, en general, a presiones en los precios de los energéticos. Por su parte, la inflación del componente subyacente en este grupo de países siguió mostrando disminuciones. En Estados Unidos, la inflación general anual medida por el deflactor del gasto en consumo personal se mantuvo prácticamente sin cambio entre noviembre y diciembre en 2.6%. Ello ante una menor deflación en los precios de los energéticos en combinación con la continua disminución de la inflación de los alimentos y del componente subyacente. La variación anual de este último se redujo de 3.2% en noviembre a 2.9% en diciembre. La inflación general de ese país medida por el índice de precios al consumidor aumentó en términos anuales de 3.1% en noviembre a 3.4% en diciembre. La inflación anual del componente subyacente disminuyó de 4.0 a 3.9% en la misma comparación.

Gráfica 3
Economías avanzadas seleccionadas:
inflación general
Variación anual en por ciento



1/ Se emplea el deflactor del gasto en consumo personal.
2/ Cifras preliminares correspondientes a enero.
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.

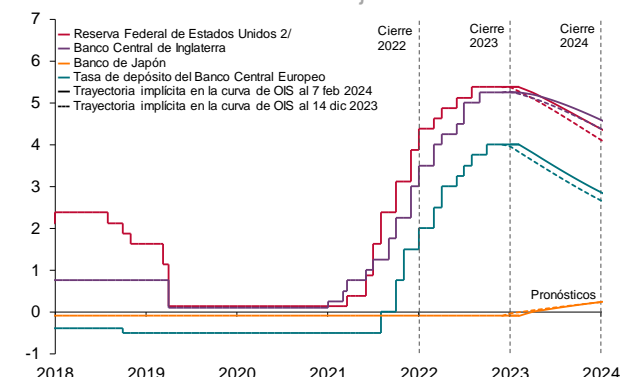
Los pronósticos de inflación de corto plazo de los analistas para la mayoría de las principales economías avanzadas siguieron previendo una moderación de la inflación general en 2024. No obstante, esta se mantendría en ese año en niveles mayores a los objetivos establecidos por sus bancos centrales. Las expectativas de inflación de mayor plazo que se derivan de instrumentos financieros se mantuvieron relativamente estables respecto de las cifras registradas a mediados de diciembre.

En la mayoría de las economías emergentes, la inflación general anual registró disminuciones. Ello derivado de menores presiones en los precios de los energéticos, los alimentos y el componente subyacente. No obstante, en la mayoría de estas economías la inflación general continúa por encima de los objetivos de sus respectivos bancos centrales. En algunos casos, entre ellos Chile, Sudáfrica, Filipinas, India e Indonesia, la inflación general se situó dentro del intervalo de variabilidad considerado por cada instituto central. En China y Tailandia, la inflación general anual persistió en niveles negativos. En la mayoría de las principales economías emergentes la inflación subyacente exhibió una reducción.

En este entorno, desde la última decisión de política monetaria en México, en los bancos centrales de las principales economías avanzadas y emergentes las decisiones respecto de sus tasas de referencia fueron diferenciadas, en función de la evolución los indicadores económicos de cada país.

En las principales economías avanzadas, los bancos centrales mantuvieron sin cambio sus tasas de referencia y la mayoría continuó con la reducción gradual de sus tenencias de valores. Respecto de los movimientos futuros, los institutos centrales indicaron, en general, que sus acciones continuarán dependiendo de la información sobre el panorama inflacionario. Además, algunos comunicaron que se encuentran preparados para realizar ajustes adicionales si fuera necesario, con el fin de regresar la inflación a su objetivo. Se espera que los bancos centrales de estas economías hayan terminado su ciclo alcista o estén próximos a hacerlo, para dar paso a posibles recortes en 2024. En cuanto a las expectativas de mercado para sus tasas de política monetaria, con base en la última información disponible, las tasas de interés implícitas en las curvas de *swaps* (*OIS*) anticipan que estas muestren disminuciones de al menos 25 puntos base a partir del segundo trimestre para algunas de estas economías (Gráfica 4).

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



1/ OIS: Swap de tasa de interés fija por flotante en donde esta última está ligada a la referencia efectiva a un día.

2/ Para la tasa de referencia observada de Estados Unidos se utiliza la tasa de interés promedio del rango objetivo de la tasa de fondos federales (5.00%- 5.25%).

Fuente: Banco de México con datos de Bloomberg.

En cuanto a las decisiones de política monetaria recientes en Estados Unidos y la zona del euro se destaca lo siguiente:

i) En su reunión de enero, la Reserva Federal de Estados Unidos mantuvo sin cambio el rango objetivo para la tasa de fondos federales por cuarta decisión consecutiva. Así, este se ubicó en entre 5.25 y 5.50%. Adicionalmente, continuó con la reducción del tamaño de su hoja de balance. Señaló que, al considerar cualquier ajuste al rango objetivo para la tasa de fondos federales, el Comité Federal de Mercado Abierto (*FOMC*) evaluará cuidadosamente la nueva información, la evolución de las perspectivas económicas y el balance de riesgos. Agregó que el Comité no espera que sea apropiado reducir el rango objetivo hasta que tenga mayor confianza de que la inflación está avanzando de forma sostenible hacia el 2%. Además, reiteró que se encuentra preparado para ajustar la postura de política monetaria según sea necesario, si surgieran riesgos que impidan el cumplimiento de los objetivos del *FOMC*. En conferencia de prensa, el presidente de dicha institución indicó que consideran que la tasa de política monetaria probablemente esté en su punto máximo para este ciclo de apretamiento y que, si la economía evoluciona, en términos generales, como se espera, probablemente será apropiado

comenzar a reducir la restricción monetaria en algún momento de este año. Al respecto, indicó que no considera probable que en su reunión de marzo el Comité llegue a un nivel de confianza suficiente que le permita identificar dicha reunión como el momento para hacerlo. Señaló que reducir la restricción monetaria demasiado pronto, o en exceso, pudiera dar lugar a un retroceso en el progreso que han visto en materia de inflación, y que demasiado tarde o muy poco pudiera debilitar desproporcionadamente la actividad económica y el empleo. Agregó que el *FOMC* está preparado para mantener el rango objetivo actual para la tasa de fondos federales por más tiempo si es apropiado. Respecto de las expectativas extraídas de instrumentos financieros, estas anticiparon un nivel de la tasa de interés de 5.2% al primer trimestre de 2024, para posteriormente disminuir a niveles cercanos a 4.4% para el cierre de ese año y a 3.4% para el cierre de 2025.

ii) En su reunión de enero, el Banco Central Europeo (*BCE*) mantuvo sin cambios sus tasas de referencia por tercera decisión consecutiva. Así, sus tasas de refinanciamiento, de préstamos y de depósitos continuaron en 4.50, 4.75 y 4.0%, respectivamente. Su Consejo de Gobierno reiteró que considera que las tasas de interés se encuentran en niveles que, de mantenerse por un periodo suficientemente largo, contribuirán de forma sustancial al retorno oportuno de la inflación a su objetivo. Indicó nuevamente que continuará teniendo un enfoque dependiente de los datos para determinar la duración y el nivel apropiados de la restricción monetaria. En su conferencia de prensa, la presidenta de dicha institución comentó que el consenso dentro del Consejo de Gobierno es que aún es prematuro hablar de recortes en la tasa de referencia. En relación con su Programa de Emergencia por la Pandemia (*PEPP*), el Consejo de Gobierno continuó con la normalización de su hoja de balance y prevé concluir las reinversiones de los valores que alcancen su vencimiento y que hayan sido adquiridos bajo el marco del *PEPP* a finales de 2024.⁴

En las principales economías emergentes, desde la última decisión de política monetaria en México, un amplio número de bancos centrales recortó sus tasas de interés de referencia, considerando las

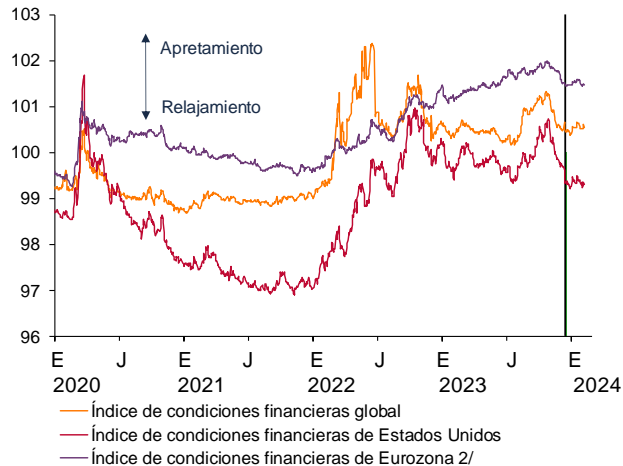
⁴ Durante el primer semestre de 2024, el Consejo de Gobierno reinvertirá en su totalidad los pagos del principal de los valores que alcancen su vencimiento y que se hayan adquirido en el marco del *PEPP*. En la segunda mitad de dicho año, tiene previsto

reducir la cartera en un promedio mensual de 7.5 mil millones de euros, para posteriormente concluir las reinversiones a finales de 2024.

circunstancias económicas específicas de sus países. El Banco Central de Brasil reiteró que los miembros del Comité anticipan reducciones adicionales de la misma magnitud (50 puntos base) en las próximas decisiones si el escenario evoluciona conforme a lo esperado. Por su parte, el Banco Central de Chile aumentó el ritmo de recortes de 75 puntos base en su decisión de diciembre a 100 puntos base en la de enero. En esa última reunión el Consejo señaló que la convergencia de la inflación a su meta se materializaría antes de lo previsto y que la tasa de política monetaria llegaría a su nivel neutral durante la segunda mitad de 2024. En China, aunque sus tasas de política monetaria permanecieron inalteradas, el instituto central continuó implementando medidas alternativas de relajamiento. En particular, anunció un recorte de 50 puntos base en su razón de requerimiento de reservas y continuó con la inyección de liquidez a través de su línea de crédito de mediano plazo. En cambio, los bancos centrales de Rusia y Turquía continuaron incrementando sus tasas de política monetaria en sus decisiones recientes.

Desde la última decisión de política monetaria en México, las condiciones financieras internacionales se mantuvieron estables, luego del moderado relajamiento observado en los meses previos pasado (Gráfica 5). Este comportamiento reflejó aumentos de las tasas de largo plazo, lo cual se vio contrarrestado por un comportamiento más favorable de los mercados accionarios. De esta manera, las tasas de interés gubernamentales a nivel global revirtieron, en general, parte de la caída que registraron en los últimos meses de 2023 (Gráfica 6). En los mercados cambiarios, el dólar estadounidense se apreció. Las divisas de la mayoría de las economías emergentes se depreciaron respecto al dólar (Gráfica 7). Finalmente, desde la última decisión de política monetaria, se registraron entradas de flujos de capital a economías emergentes. No obstante, los flujos mostraron un comportamiento diferenciado entre clase de activos, pues se observaron entradas netas de activos de renta variable y ligeras salidas de los de renta fija durante gran parte del periodo.

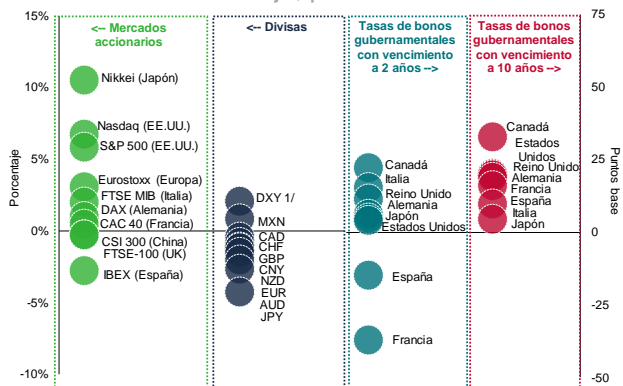
Gráfica 5
Índice de condiciones financieras^{1/}
Unidades



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

Fuente: Banco de México con datos de Bloomberg y Goldman Sachs.

Gráfica 6
Variación de indicadores financieros
seleccionados del 14 de diciembre
al 7 de febrero de 2023
Porcentaje; puntos base



1/ Índice MSCI de países emergentes que incluye a 24 países.

2/ 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 7 de diciembre de 2023

Porcentaje, puntos base

Región	País	Divisas	Bolsas	Tasas de interés 2A	Tasas de interés 10A	CDS
América Latina	México	2.05%	6.19%	-7	-12	-10
	Brasil	-0.75%	1.62%	-36	-30	-14
	Chile	-8.04%	1.13%	-77	-21	-6
	Colombia	1.74%	11.56%	-136	-110	-1
	Perú	-1.49%	22.89%	-88	-38	-10
Europa emergente	Rusia	1.55%	5.04%	-156	-200	N.D.
	Polonia	0.59%	4.02%	-22	-11	1
	Turquía	-5.33%	8.42%	281	49	-8
	Rep. Checa	-2.17%	3.84%	-152	-40	-1
	Hungría	-0.18%	11.89%	-104	-50	-10
Asia	China	-0.53%	-7.96%	-31	-26	2
	Malasia	-0.89%	5.11%	-4	5	1
	India	0.52%	3.69%	-23	-18	2
	Filipinas	-1.11%	7.58%	4	-13	-5
	Tailandia	-0.20%	0.39%	-14	-19	-2
	Indonesia	-0.92%	1.46%	-37	-5	-2
África	Sudáfrica	-0.18%	-0.10%	-11	-17	-6

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.

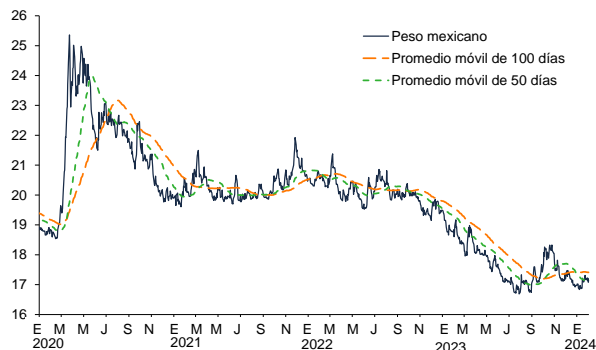
A.2. Evolución de la economía mexicana

A.2.1. Mercados en México

En el contexto internacional descrito, el peso mexicano se apreció. A su vez, las tasas de interés de valores gubernamentales presentaron movimientos mixtos para el corto y mediano plazos, y aumentos moderados para el largo plazo.

Desde la última decisión de política monetaria en México, la moneda nacional operó en un rango de 76 centavos, entre 16.78 y 17.54 pesos por dólar (Gráfica 8). En el periodo, el peso presentó una apreciación de 2.05%. Este movimiento ocurrió en un entorno en el que las condiciones de operación mostraron una ligera mejora.

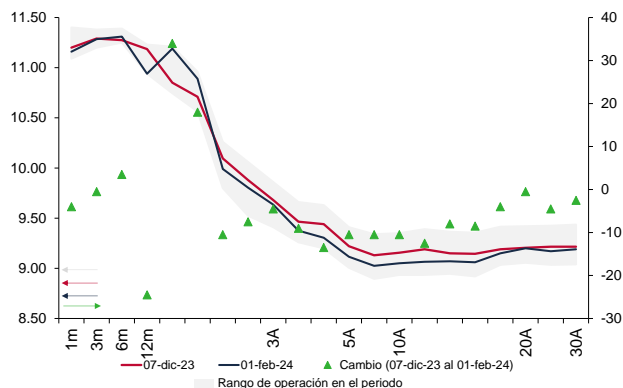
Gráfica 8
Tipo de cambio del peso mexicano
Pesos por dólar



Fuente: Elaboración de Banco de México.

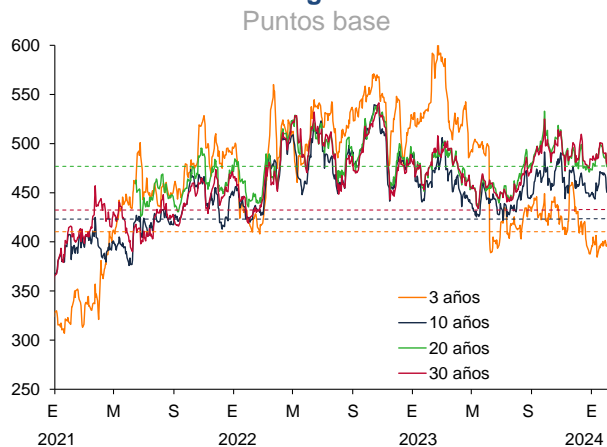
Las tasas de interés de los valores gubernamentales presentaron disminuciones en el segmento de largo plazo y aumentos en algunos nodos de corto plazo (Gráfica 9). Por su parte, los rendimientos de instrumentos a tasa real mostraron cambios acotados. En este contexto, las primas de compensación por inflación y riesgo inflacionario implícitas en los diferenciales entre las tasas nominales y reales de instrumentos de mercado presentaron disminuciones de hasta 12 puntos base (Gráfica 10). Las condiciones de operación en el mercado de deuda gubernamental mostraron una ligera mejora (Gráfica 11).

Gráfica 9
Curva de rendimiento de valores gubernamentales a tasa nominal
Porcentaje, puntos base



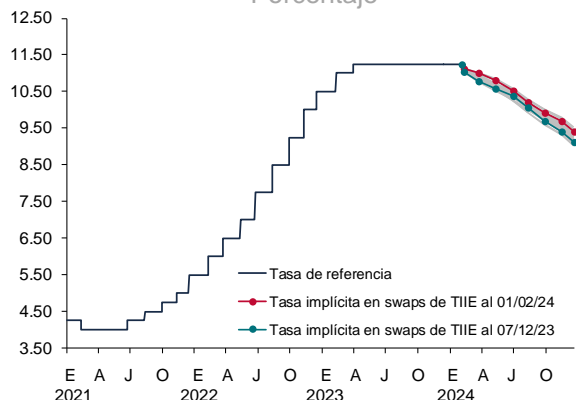
Fuente: PIP.

Gráfica 10
Compensación por inflación y riesgo inflacionario implícita en las curvas de tasas de valores gubernamentales^{1/}



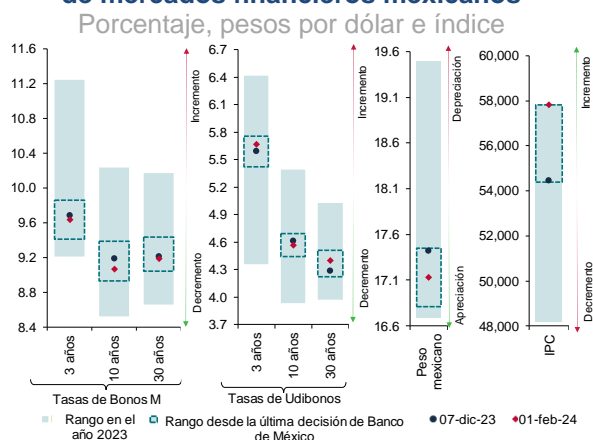
1/ Las líneas horizontales se refieren a los respectivos promedios observados desde septiembre de 2008 a la fecha.
Fuente: PIP.

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: Elaboración de Banco de México con datos Bloomberg.

Gráfica 11
Desempeño y condiciones de operación de mercados financieros mexicanos



Fuente: Elaboración de Banco de México.

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 febrero e incorpora un primer recorte de 25 puntos base en marzo de 2024 (Gráfica 12). De igual modo, la mayoría de los analistas encuestados por Citibanamex anticipa que la tasa de interés quede sin cambios en la decisión de febrero y que el primer recorte de 25 puntos base se realice en marzo de 2024.

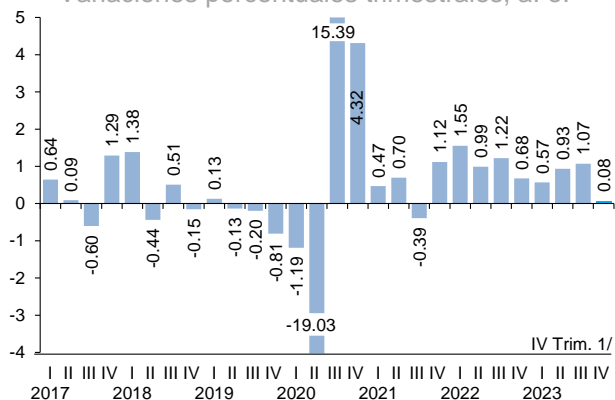
A.2.2. Actividad económica en México

La economía mexicana exhibió un crecimiento robusto en 2023, si bien en el cuarto trimestre la actividad económica presentó una significativa desaceleración. De acuerdo con la estimación oportuna publicada por el INEGI, el PIB de México registró una variación trimestral ajustada por estacionalidad de 0.08% en el último trimestre del año (Gráfica 13).

En lo que respecta a la evolución de la demanda interna, en noviembre de 2023 el consumo privado mantuvo una trayectoria creciente. En su interior, el consumo de bienes de origen importado siguió mostrando un elevado dinamismo, al tiempo que persistió la atonía del consumo de bienes y servicios de origen nacional. Por su parte, aunque la inversión fija bruta permaneció en niveles elevados, se desaceleró como resultado de un menor crecimiento del gasto en construcción y cierta pérdida de dinamismo de la inversión en maquinaria y equipo. En cuanto a la demanda externa, en el periodo octubre-diciembre de 2023 el valor promedio en dólares de las exportaciones manufactureras registró una ligera caída respecto del tercer trimestre. Ello fue reflejo de disminuciones tanto de los envíos automotrices como del agregado del resto de exportaciones manufactureras (Gráfica 14).

Gráfica 13
Producto Interno Bruto

Variaciones porcentuales trimestrales, a. e.



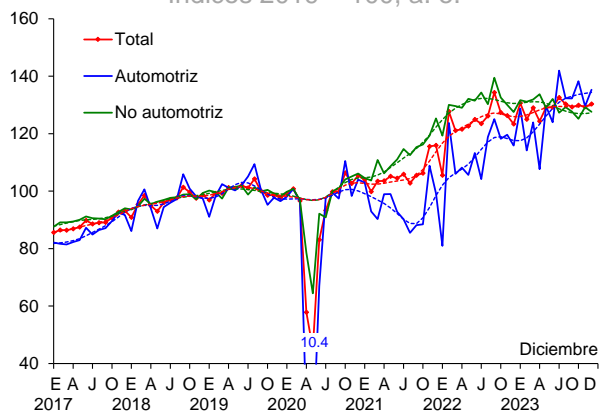
a. e. / Cifras con ajuste estacional. Se acotó el rango de la gráfica para facilitar la lectura.

1/ La cifra correspondiente al cuarto trimestre de 2023 se refiere a la estimación oportuna del PIB trimestral publicada por el INEGI.

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

Gráfica 14
Exportaciones manufactureras totales

Índices 2019 = 100, a. e.



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

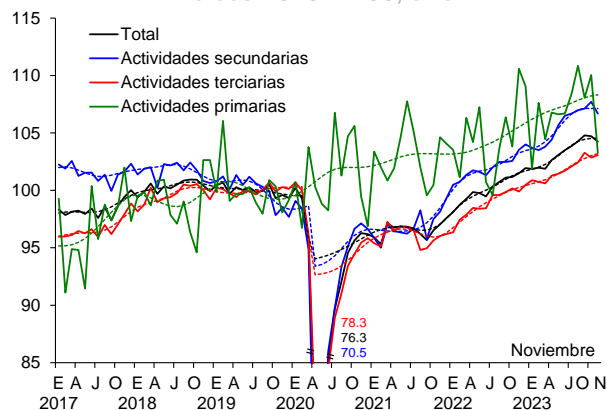
Fuente: Banco de México con base en SAT, SE, Banco de México, INEGI. Balanza Comercial de Mercancías de México. SNIEG. Información de Interés Nacional.

Por el lado de la producción, en el periodo octubre-noviembre de 2023 los servicios mostraron un menor dinamismo que en los trimestres anteriores, persistiendo un comportamiento diferenciado entre sus sectores. Por su parte, la actividad industrial registró una desaceleración en su ritmo de crecimiento (Gráfica 15). Dentro de la actividad manufacturera, la producción de vehículos ligeros se contrajo de manera importante tanto en noviembre como diciembre, al tiempo que el agregado del resto de la producción manufacturera siguió mostrando

debilidad. A su vez, la construcción se ubicó en niveles históricamente elevados, aunque con una notable moderación en su ritmo de expansión (Gráfica 16).

Gráfica 15
Indicador Global de la Actividad Económica

Índices 2019 = 100, a. e.

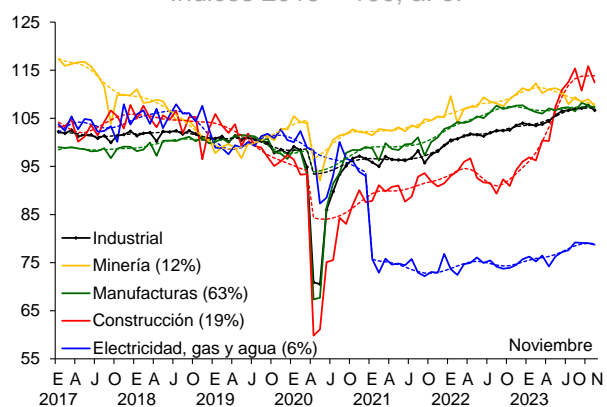


a. e. / Serie con ajuste estacional y serie de tendencia. La primera se representa con la línea sólida y la segunda con la punteada. Se acotó el rango de la gráfica para facilitar la lectura.

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.

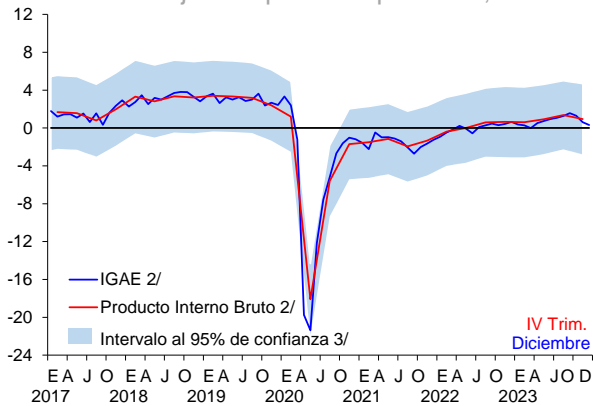
1/ Las cifras entre paréntesis corresponden a su participación en el total en 2018.

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

En cuanto a la posición cíclica de la economía, en el último trimestre de 2023 la estimación puntual de la brecha del producto se mantuvo en terreno positivo, si bien disminuyó en el margen y continuó sin ser distinta de cero desde un punto de vista estadístico. (Gráfica 17). El mercado laboral se mantuvo con fortaleza. Al cierre de 2023, con cifras

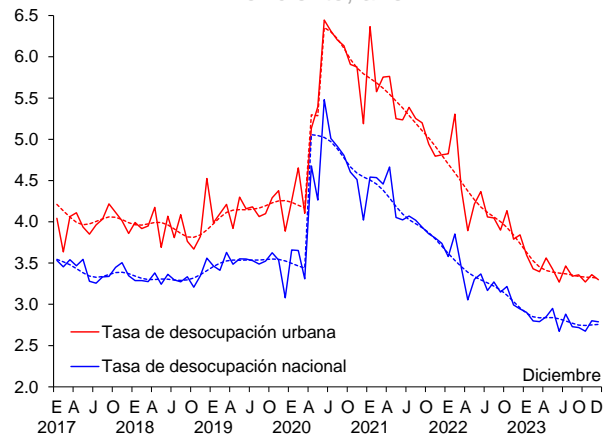
desestacionalizadas la tasa de desocupación nacional se ubicó en un nivel similar al del mes previo, al tiempo que la urbana disminuyó (Gráfica 18). Ambas permanecieron en niveles históricamente bajos. Entre finales de 2023 e inicios de 2024, la creación de empleo formal afiliado al IMSS continuó creciendo con datos ajustados por estacionalidad, si bien a un menor ritmo que el observado en la primera mitad de 2023. Finalmente, en noviembre el costo unitario de la mano de obra en el sector manufacturero aumentó y revirtió parcialmente las disminuciones de septiembre y octubre (Gráfica 19).

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



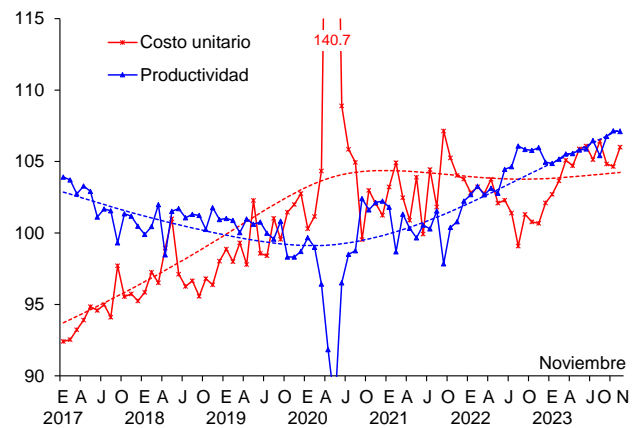
a. e. / Elaboración a partir de cifras con ajuste estacional.
1/ Estimadas con el filtro de Hodrick-Prescott con corrección de colas; ver Banco de México (2009), "Informe sobre la Inflación, Abril-Junio 2009", pág.74.
2/ Cifras del PIB oportuno al cuarto trimestre de 2023 y del IGAE implícito a diciembre de 2023, 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, 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 diciembre de 2023, el financiamiento interno al sector privado siguió mostrando dinamismo. En su interior, el crédito de la banca comercial a las empresas continuó expandiéndose, de manera que su variación real anual se ubicó en niveles similares a los observados al inicio de dicho año (Gráfica 20). En cuanto a la calidad de la cartera, los índices de morosidad del crédito bancario al sector privado permanecieron en niveles bajos en diciembre de 2023. En el caso de la cartera de consumo, si bien continúan en niveles inferiores a los registrados antes del inicio de la pandemia, los índices de morosidad mostraron aumentos y prolongaron la tendencia ascendente observada desde la primera mitad de 2023.

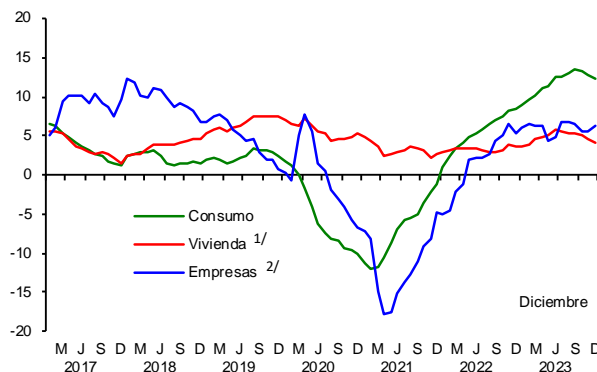
Respecto del crédito a los hogares, la cartera de vivienda de la banca comercial siguió incrementándose. Por su parte, el crédito de la banca comercial al consumo continuó mostrando un elevado ritmo de crecimiento, si bien se observó cierta moderación en algunos segmentos. El dinamismo en el crédito de la banca comercial al sector privado siguió siendo impulsado, principalmente, por una mayor demanda de financiamiento por parte de empresas y hogares. Ello, en congruencia con la recuperación dinámica de la actividad económica en México desde 2021 y con la fortaleza del mercado laboral.

En lo relacionado con el costo de financiamiento, las tasas de interés del crédito bancario a las empresas se mantuvieron estables y en niveles elevados en diciembre 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 permanecieron en un nivel similar al observado previo a la emergencia de salud. En el interior del crédito al consumo, las tasas de interés de las tarjetas de crédito se han ido ajustando con rezago a los cambios en la tasa de referencia. 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 al sector privado permanecieron en niveles bajos en diciembre de 2023. En el caso de la cartera de consumo, si bien continúan en niveles inferiores a los registrados

antes del inicio de la pandemia, los índices de morosidad mostraron aumentos y prolongaron la tendencia ascendente observada desde la primera mitad de 2023.

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

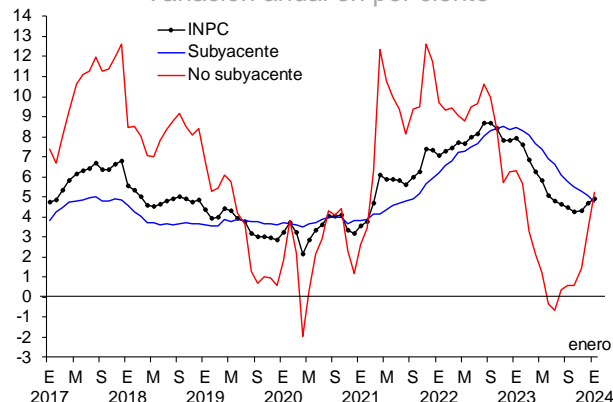


1/ Cifras ajustadas por traspasos y reclasificaciones de créditos en cartera directa e incorporación de algunas sofomes reguladas a la estadística de crédito.
2/ Cifras ajustadas por efecto cambiario.
Fuente: Banco de México

A.2.3. Comportamiento y perspectivas de la inflación

La inflación general anual se incrementó de 4.32 a 4.88% entre noviembre de 2023 y enero de 2024. Este resultado fue consecuencia del aumento que presentó la inflación no subyacente, mientras que la subyacente continuó reduciéndose (Gráfica 21 y Cuadro 1).

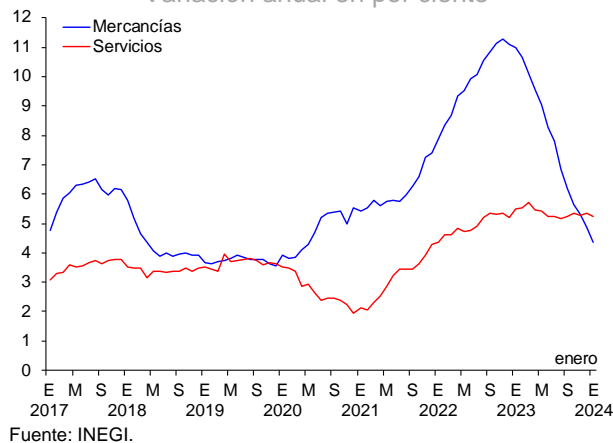
Gráfica 21
Índice Nacional de Precios al Consumidor
Variación anual en por ciento



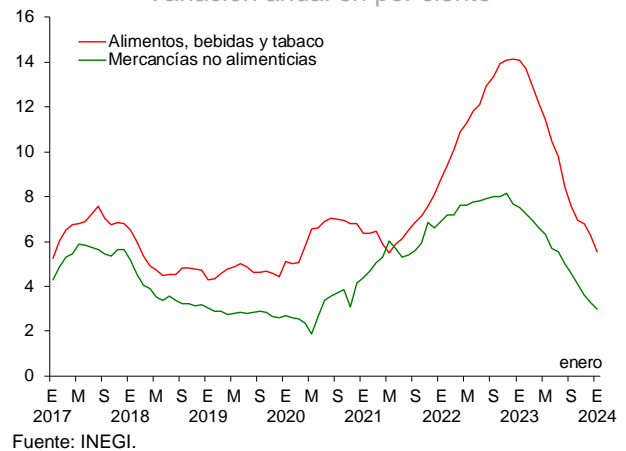
Fuente: INEGI.

Entre noviembre de 2023 y enero de 2024, la inflación subyacente anual disminuyó de 5.30 a 4.76%. En su interior, se observó un comportamiento diferenciado entre la inflación de las mercancías y la de los servicios. La primera mantuvo una trayectoria descendente, mientras que la segunda siguió sin presentar una clara tendencia a la baja (Gráfica 22). En el lapso referido, la inflación anual de las mercancías descendió de 5.33 a 4.37%. Ello reflejó la mitigación de los efectos de los choques derivados de la pandemia y de la guerra en Ucrania, así como los menores niveles que ha exhibido el tipo de cambio en relación con los observados a principios de 2023. En particular, la inflación anual de las mercancías alimenticias se redujo de 6.78 a 5.54% y la de las no alimenticias de 3.62 a 2.97% (Gráfica 23). Por su parte, la inflación anual de los servicios continuó en niveles elevados, afectada por presiones relacionadas con costos de operación y su traspaso a los precios al consumidor ante la recuperación de su demanda luego del confinamiento. Entre las fechas señaladas pasó de 5.28 a 5.25%.

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

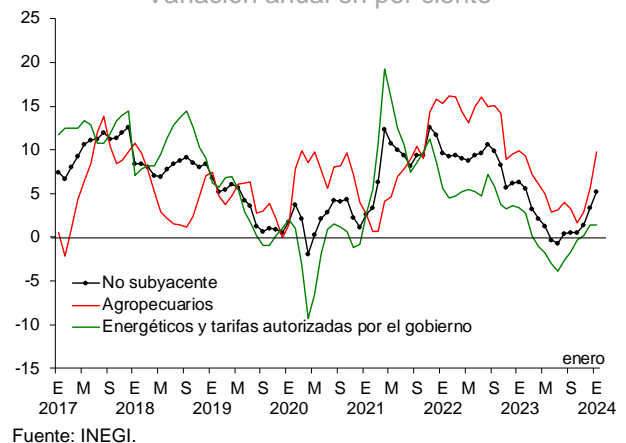


Gráfica 23
Subíndice subyacente de las mercancías
Variación anual en por ciento



La inflación no subyacente anual se incrementó de 1.43 a 5.24% entre noviembre de 2023 y enero de 2024 (Gráfica 24 y Cuadro 1). Este resultado se derivó, principalmente, del aumento de 2.85 a 9.75% en la inflación anual de los productos agropecuarios. En su interior, la inflación de las frutas y verduras se elevó de 5.59 a 21.78% en el mismo lapso. Al respecto, en enero las variaciones anuales de los precios del jitomate y la cebolla contribuyeron, en conjunto, con más de la mitad a la inflación anual de las frutas y verduras. En contraste, la inflación anual de los productos pecuarios disminuyó de 0.62 a -0.19% entre las fechas señaladas. En igual periodo, la inflación anual de los productos energéticos aumentó de -1.64 a 0.21%, influida, en mayor medida, por la mayor variación anual de los precios del gas L.P., que se incrementó de -15.49 a -7.59%.

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



Respecto de las expectativas de inflación provenientes de la encuesta que levanta el Banco de México entre especialistas del sector privado, entre noviembre de 2023 y enero de 2024 la mediana correspondiente a la inflación general al cierre de 2024 aumentó de 4.00 a 4.17%. La correspondiente al componente subyacente se mantuvo estable, al pasar de 4.10 a 4.06%. Por su parte, las expectativas de inflación al cierre de 2025 se mantuvieron prácticamente sin cambios. En particular, la mediana para el índice general pasó de 3.74 a 3.71% y la del componente subyacente de 3.76 a 3.72%. A su vez, la mediana de las expectativas de inflación general para los siguientes cuatro años se redujo de 3.76 a 3.70%, mientras que la correspondiente al componente subyacente descendió de 3.77 a 3.70%. Las medianas de las expectativas de inflación general y subyacente para el largo plazo (5 a 8 años) permanecieron estables alrededor de 3.50%. Finalmente, la compensación por inflación y riesgo inflacionario presentó un nivel similar al observado en la última decisión, aunque registró cierta volatilidad durante el periodo. En su

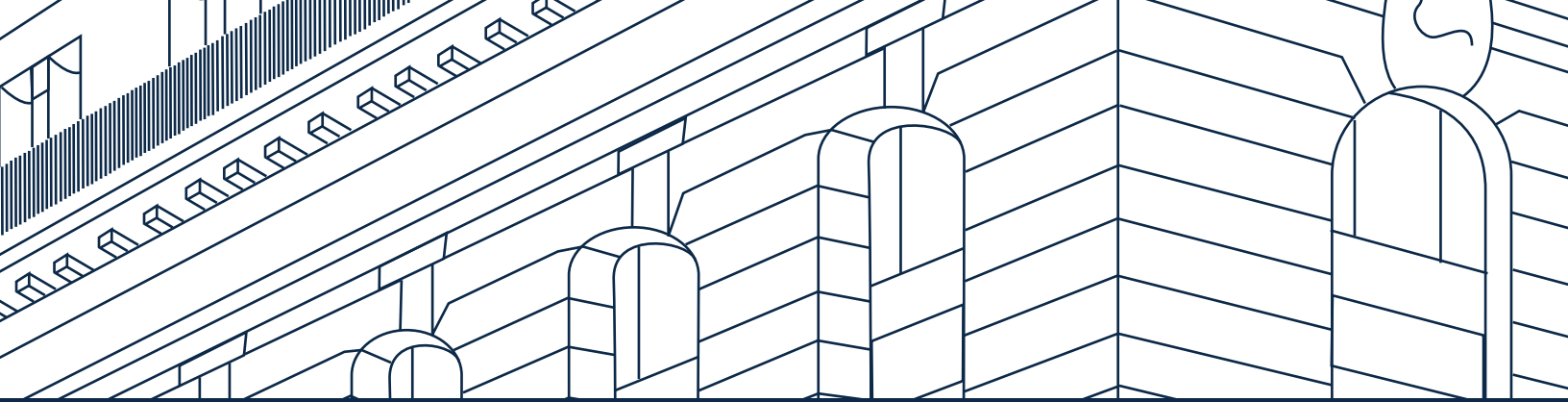
interior, las expectativas de inflación implícitas en instrumentos de mercado se redujeron ligeramente. En tanto, la prima por riesgo inflacionario, que había disminuido entre noviembre y diciembre, revirtió este ajuste en enero.

Se sigue anticipando que la inflación general converja a la meta en el segundo trimestre de 2025. Esta previsión está sujeta a riesgos. Al alza: i) persistencia de la inflación subyacente en niveles elevados; ii) depreciación cambiaria; iii) mayores presiones de costos; iv) que la economía muestre una resiliencia mayor a la esperada; v) afectaciones climáticas; y vi) escalamiento de conflictos geopolíticos. A la baja: i) una desaceleración de la economía global mayor a la anticipada; ii) un menor traspaso de algunas presiones de costos; y iii) que los niveles más bajos del tipo de cambio respecto a los primeros meses del año pasado contribuyan más que lo anticipado a mitigar ciertas presiones sobre la inflación. Se considera que el balance de riesgos respecto de la trayectoria prevista para la inflación en el horizonte de pronóstico se mantiene sesgado al alza.

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

Concepto	Noviembre 2023	Diciembre 2023	Enero 2024
INPC	4.32	4.66	4.88
Subyacente	5.30	5.09	4.76
Mercancías	5.33	4.89	4.37
Alimentos, bebidas y tabaco	6.78	6.25	5.54
Mercancías no alimenticias	3.62	3.28	2.97
Servicios	5.28	5.33	5.25
Vivienda	3.74	3.64	3.64
Educación (colegiaturas)	6.60	6.60	6.63
Otros servicios	6.28	6.46	6.29
No subyacente	1.43	3.39	5.24
Agropecuarios	2.85	5.66	9.75
Frutas y verduras	5.59	11.68	21.78
Pecuarios	0.62	0.68	-0.19
Energéticos y tarifas aut. por gobierno	0.24	1.46	1.41
Energéticos	-1.64	0.06	0.21
Tarifas autorizadas por gobierno	4.84	4.82	4.29

Fuente: INEGI.



BANCO DE MÉXICO®

Documento publicado el 22 de febrero de 2024

