



BANCO DE MÉXICO®

Informe Trimestral

Enero - Marzo 2024

Uso Público

Información de acceso público

JUNTA DE GOBIERNO

Gobernadora

VICTORIA RODRÍGUEZ CEJA

Subgobernadores

GALIA BORJA GÓMEZ

IRENE ESPINOSA CANTELLANO

JONATHAN ERNEST HEATH CONSTABLE

OMAR MEJÍA CASTELAZO

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

Documento publicado el 29 de mayo de 2024.

El texto completo, el resumen ejecutivo, la presentación ejecutiva y los cuadros correspondientes al presente Informe Trimestral se encuentran disponibles en:

<https://www.banxico.org.mx/publicaciones-y-prensa/informes-trimestrales/informes-trimestrales-precios.html>



El Banco de México difunde todos sus informes y publicaciones periódicas disponibles para su consulta en: <https://www.banxico.org.mx>

INFORME TRIMESTRAL

En este Informe se analiza la inflación, la actividad económica, el comportamiento de otros indicadores económicos del país, así como la ejecución de la política monetaria del trimestre enero - marzo de 2024 y diversas actividades del Banco durante dicho periodo, en el contexto de la situación económica nacional e internacional, para dar cumplimiento a lo dispuesto en el artículo 51, fracción II, de la Ley del Banco de México.

ADVERTENCIA

A menos que se especifique lo contrario, este documento está elaborado con información disponible al 27 de mayo de 2024. Las cifras son de carácter preliminar y están sujetas a revisiones. Los acrónimos y palabras en algún idioma distinto del español han sido escritos en letra cursiva.

CONTENIDO

1.	Introducción.....	1
2.	Entorno económico y financiero externo	4
2.1.	Actividad económica mundial.....	4
2.2.	Precios de las materias primas	11
2.3.	Tendencias de la inflación en el exterior	13
2.4.	Política monetaria y mercados financieros internacionales	22
3.	Entorno económico y financiero en México	29
3.1.	Actividad económica.....	29
3.2.	Mercado laboral.....	41
3.3.	Condiciones de financiamiento de la economía	53
3.4.	Condiciones de holgura en la economía	66
3.5.	Estabilidad del sistema financiero	68
4.	Evolución reciente de la inflación	75
4.1.	La inflación en el primer trimestre de 2024.....	75
4.2.	Índice Nacional de Precios Productor	91
5.	Política monetaria.....	92
6.	Previsiones y balance de riesgos.....	103
6.1.	Previsiones para la actividad económica	103
6.2.	Previsiones para la inflación	105
Anexo 1.	Publicaciones del Banco de México en el trimestre Enero – Marzo 2024	109

RECUADROS

Recuadro 1. Productividad en la economía estadounidense: un análisis histórico y su comparación con otros países avanzados	7
Recuadro 2. Evolución reciente de la inflación subyacente a nivel global	17
Recuadro 3. Indicadores complementarios del mercado laboral usando información de trabajadores que cambian de empleador en los registros administrativos del IMSS	47
Recuadro 4. Evolución reciente de la demanda de billetes y monedas en México	58
Recuadro 5. Heterogeneidad en las variaciones de los precios de los servicios	84

1. Introducción

Durante el primer trimestre de 2024, las inflaciones general y subyacente en México permanecieron en niveles visiblemente por debajo de los máximos observados durante el actual episodio inflacionario ocasionado por la pandemia y la guerra en Ucrania. Entre el último trimestre del año pasado y el primero del actual, la inflación general anual mostró cierto aumento ante el incremento del componente no subyacente, toda vez que la inflación subyacente continuó con la trayectoria a la baja. Lo anterior en un contexto en el cual la desinflación siguió avanzando a nivel global, los mercados financieros nacionales presentaron un funcionamiento ordenado y la actividad económica nacional moderó su ritmo de expansión después de haber exhibido un comportamiento resiliente durante la mayor parte del año pasado. En el periodo que abarca este Informe, el Banco de México, luego de haber mantenido la tasa de referencia sin cambio desde marzo de 2023, la redujo en 25 puntos base para llevarla a un nivel de 11.00%. A pesar de la desinflación en México, la inflación general anual persiste por arriba de la meta de 3%. El componente subyacente ha mantenido variaciones anuales aún relativamente elevadas y las reducciones que estas han mostrado exhibieron recientemente una moderación respecto de lo observado en 2023. Asimismo, el balance de riesgos para la trayectoria prevista de la inflación persiste sesgado al alza. Bajo estas condiciones, este Instituto Central perseverará en sus esfuerzos para lograr la convergencia ordenada y sostenida de la inflación a su meta. Así, reafirma su compromiso con su mandato prioritario.

En el ámbito externo, durante el trimestre que se reporta la actividad económica mundial se expandió a un ritmo mayor que en el trimestre previo. Lo anterior reflejó el mayor dinamismo de las principales economías emergentes. En cambio, la mayoría de las economías avanzadas continuó mostrando atonía, siendo una excepción el caso de Estados Unidos. No obstante, el ritmo de expansión de la economía estadounidense se moderó durante el primer trimestre del año, luego del robusto crecimiento observado en los dos trimestres previos. Por su parte, la zona del euro registró un ligero crecimiento en el primer trimestre de 2024, luego de haber

experimentado una contracción en los dos trimestres previos. En el caso de China, la actividad económica aumentó a un ritmo mayor en comparación con el trimestre anterior. Para 2024 y 2025, los pronósticos elaborados por organismos internacionales apuntan a que la tasa de crecimiento de la actividad económica mundial podría ser igual al 3.2% registrado en 2023. Sin embargo, este crecimiento estaría por debajo del promedio histórico de 2000 a 2019.

En cuanto a la inflación global, en el primer trimestre de 2024 la inflación general disminuyó en la mayoría de las principales economías, tanto avanzadas como emergentes, aunque esta permaneció por encima de los objetivos de sus respectivos bancos centrales. No obstante, en algunos países la inflación repuntó en lecturas recientes, en gran medida ante presiones en los precios de los energéticos y en ciertos casos un ligero aumento de la inflación subyacente. En este entorno, si bien el proceso desinflacionario global ha avanzado luego de los choques globales, este continúa enfrentado retos y riesgos.

En el periodo que se reporta en este Informe, las decisiones de los bancos centrales respecto de sus tasas de política monetaria continuaron siendo heterogéneas. Mientras que la mayoría de los bancos centrales de economías avanzadas mantuvo sin cambios sus tasas de referencia, un amplio número de las emergentes anunciaron recortes. Los institutos centrales tanto de economías avanzadas como emergentes siguieron enfatizando, en general, que los ajustes futuros de las tasas de política dependerán de los datos. Algunos reiteraron que se encuentran preparados para realizar ajustes adicionales, en caso de ser necesario, para que la inflación regrese a su nivel objetivo, mientras que otros resaltaron la necesidad de tener mayor confianza en que la inflación está volviendo al objetivo antes de reducir el nivel actual de restricción de su postura de política monetaria. La resiliencia de la actividad económica y la persistencia de la inflación en algunos países han contribuido a una revisión al alza en la trayectoria esperada de las tasas de referencia con base en instrumentos financieros respecto de lo anticipado a finales del cuarto trimestre de 2023.

Durante los primeros tres meses del año, las condiciones financieras mundiales se mantuvieron estables. La retórica más cautelosa por parte de los principales bancos centrales ante datos de inflación por arriba de lo que se anticipaba previamente impulsó moderadamente al alza las tasas de mediano y largo plazo en diversos países avanzados y emergentes. A su vez, la fortaleza de la actividad económica en las principales economías contribuyó a aumentar los índices accionarios. No obstante, durante abril de 2024, se observó un apretamiento de las condiciones financieras ante la amenaza de un escalamiento del conflicto geopolítico en el Medio Oriente y la publicación de algunos indicadores del mercado laboral en Estados Unidos que sugirieron mayor fortaleza a la anticipada y una inflación más persistente a la prevista en ese país. Más recientemente, en mayo, ante datos en la dirección opuesta, este apretamiento se revirtió.

En el ámbito interno, durante el primer trimestre del año, en un entorno de baja volatilidad, las tasas de interés de valores gubernamentales se mantuvieron relativamente estables en México y el peso mexicano exhibió una apreciación. En abril, en el contexto de una mayor aversión al riesgo a nivel global, las tasas de interés de mediano y largo plazos se ajustaron al alza. Asimismo, el tipo de cambio revirtió la apreciación que había registrado en el primer trimestre, si bien permaneció en niveles menores a los observados en promedio en 2023. En mayo los mercados nacionales mostraron mayor estabilidad, en línea con lo observado a nivel internacional.

La debilidad de la actividad económica nacional exhibida en el último trimestre de 2023 se extendió al primer trimestre de 2024. A lo largo del trimestre se observó un comportamiento diferenciado entre sectores de actividad. En enero, las actividades primarias y terciarias se redujeron de manera significativa, lo que dio lugar a una marcada contracción económica en ese mes. Posteriormente, en febrero y marzo ambos sectores de actividad mostraron un mejor desempeño. En cambio, la actividad industrial se mantuvo débil a lo largo del trimestre.

Entre el cuarto trimestre de 2023 y el primer trimestre de 2024 la inflación general anual en México presentó cierto aumento como resultado del

incremento de la inflación no subyacente. En particular, la inflación general anual aumentó de 4.41 a 4.57% entre el cuarto trimestre de 2023 y el primer trimestre de 2024 y se situó en 4.78% en la primera quincena de mayo. La inflación subyacente, la cual refleja de mejor forma la tendencia de mediano plazo de la inflación, siguió disminuyendo en los trimestres referidos. Ello, junto con los niveles significativamente más bajos que presentó respecto de los registrados en 2022 y principios de 2023 da cuenta del avance en el proceso desinflacionario. Su desempeño ha sido resultado de las acciones de política monetaria y del desvanecimiento de los efectos de los choques asociados con la pandemia y con el conflicto en Ucrania. La inflación subyacente disminuyó de 5.30 a 4.65% entre dichos trimestres y se ubicó en 4.31% en la primera quincena de mayo. En su interior continuó observándose un comportamiento diferenciado entre la inflación de las mercancías y la de los servicios. La primera siguió presentando una clara tendencia descendente. En contraste, la inflación anual de los servicios se mantuvo en niveles elevados y siguió sin presentar un claro punto de inflexión a la baja. En el caso de la inflación no subyacente, esta se elevó de 1.79% en el cuarto trimestre de 2023 a 4.31% en el primer trimestre de 2024 y registró 6.27% en la primera quincena de mayo.

Se espera que en los próximos trimestres el proceso desinflacionario siga avanzando en nuestro país. En este Informe Trimestral se mantienen vigentes los pronósticos para la inflación general y subyacente dados a conocer en el Anuncio de Política Monetaria del 9 de mayo de 2024. Como en el Informe anterior, se anticipa que ambas variables exhiban una trayectoria descendente a lo largo del horizonte de pronóstico, si bien ahora de manera más gradual. En consecuencia, se espera que la inflación general converja a la meta de 3% en el cuarto trimestre de 2025, dos trimestres después de lo previsto en el Informe previo.

En particular, la trayectoria de inflación subyacente disminuye más paulatinamente al considerar un comportamiento más persistente de las variaciones de precios de los servicios. En la parte no subyacente se incorporó una revisión al alza respecto del pronóstico previo, principalmente ante la expectativa de mayores variaciones en los precios de los

energéticos a lo largo del horizonte de pronóstico. Los ajustes a las trayectorias de la inflación subyacente y de la no subyacente implican que ahora se prevé una reducción más paulatina de la inflación general en el horizonte de pronóstico. Se considera que el balance de riesgos respecto de la trayectoria prevista para la inflación en el horizonte de pronóstico sigue sesgado al alza.

Ante un episodio inflacionario de una severidad que no se había observado desde que se adoptó el régimen de objetivos de inflación en México, el Instituto Central respondió de manera decidida, aumentando la tasa de referencia a lo largo de 15 reuniones consecutivas, acumulando 725 puntos base de incrementos para llevarla a 11.25% en marzo de 2023. La Junta de Gobierno mantuvo esta tasa en dicho nivel a lo largo de un año. En este lapso, la desinflación en el país progresó ante la postura monetaria alcanzada y la mitigación de los efectos de los choques. En su decisión de marzo de 2024, la Junta de Gobierno reconoció el proceso de desinflación en el país desde la última vez que se había ajustado al alza la tasa de referencia y juzgó que el panorama inflacionario era conducente para recortar la tasa de referencia. Así, la redujo en 25 puntos base. Posteriormente, en su reunión de mayo, ante la perspectiva de que los choques inflacionarios se desvanezcan de manera más paulatina que lo anteriormente previsto, decidió mantener la tasa de

referencia en 11.00%. En sus reuniones correspondientes al periodo que se reporta, opinó que persisten retos y riesgos que ameritan continuar con un manejo prudente de la política monetaria. La inflación general, a pesar de su visible descenso, aún permanece por arriba de la meta del Instituto Central. A su vez, aunque el componente subyacente continuó con su trayectoria a la baja, todavía se ubica en niveles relativamente elevados. Asimismo, prevalecen riesgos al alza en torno a la trayectoria prevista para la inflación.

La Junta de Gobierno vigilará estrechamente las presiones inflacionarias, así como todos los factores que inciden en la trayectoria prevista para la inflación y en sus expectativas. Hacia delante, valorará el panorama inflacionario para discutir ajustes en la tasa de referencia. Considerará la incidencia de la postura monetaria restrictiva que se ha mantenido y la que siga imperando sobre la evolución de la inflación a lo largo del horizonte en el que opera la política monetaria. Las acciones que se implementen serán tales que la tasa de referencia sea congruente, en todo momento, con la trayectoria requerida para propiciar la convergencia ordenada y sostenida de la inflación general a la meta de 3% en el plazo previsto. El Banco Central reafirma su compromiso con su mandato prioritario y la necesidad de perseverar en sus esfuerzos por consolidar un entorno de inflación baja y estable.

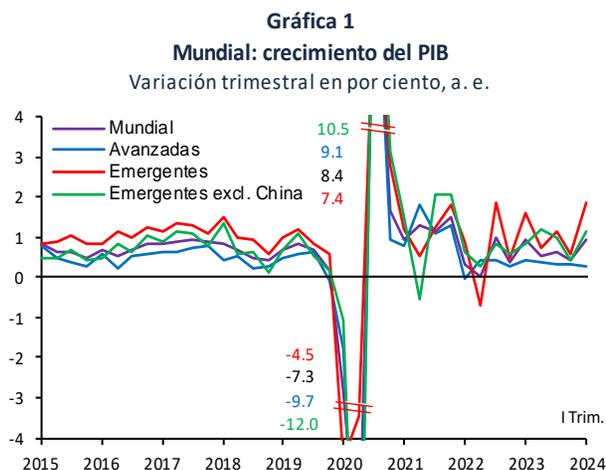
2. Entorno económico y financiero externo

2.1. Actividad económica mundial

Durante el primer trimestre de 2024, la actividad económica mundial se expandió a un ritmo mayor al observado en el trimestre previo, manteniéndose la heterogeneidad en el crecimiento entre países (Gráfica 1). En general, se registró un mayor dinamismo en las principales economías emergentes. En cambio, la mayoría de las economías avanzadas continuó mostrando atonía, siendo una excepción el caso de Estados Unidos. Además de los factores coyunturales que han apoyado la resiliencia relativa de la economía estadounidense, esta también podría estar reflejando factores de mediano plazo, como el crecimiento de la productividad que ha sido más acelerado en comparación con otras economías avanzadas. Al respecto, el Recuadro 1 presenta una revisión histórica del comportamiento de la productividad en Estados Unidos. Los índices de gerentes de compras apuntan a un avance en la expansión del sector servicios y a una recuperación en la actividad manufacturera a nivel global (Gráfica 2). Sin embargo, la producción manufacturera se habría mantenido débil en un amplio número de economías avanzadas. Durante los primeros tres meses del año, los indicadores de comercio mundial continuaron reflejando el estancamiento que se ha observado desde el segundo trimestre de 2023 (Gráfica 3).

En Estados Unidos, se registró una moderación en el ritmo de expansión de la actividad económica en el primer trimestre de 2024, luego del robusto crecimiento observado en los dos trimestres previos. El PIB creció a una tasa trimestral ajustada por estacionalidad de 0.4%, después de haber aumentado 1.2 y 0.8% en el tercer y cuarto trimestre de 2023, respectivamente.¹ Esta moderación reflejó las contribuciones negativas de las exportaciones netas y la acumulación de inventarios. No obstante, los componentes de la demanda interna continuaron exhibiendo resiliencia, destacando el dinamismo del consumo privado (Gráfica 4).

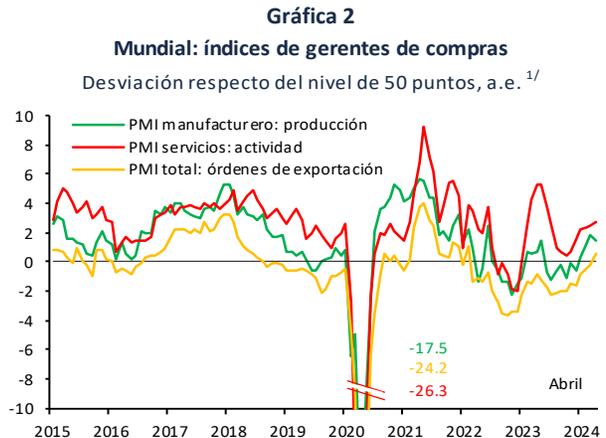
¹ Expresada como tasa trimestral anualizada y ajustada por estacionalidad, la variación del PIB de Estados Unidos fue de 1.6% en



a. e. / Cifras con ajuste estacional.

Nota: La muestra de países utilizada para el cálculo representa el 85.3% del PIB mundial ajustado por paridad de poder de compra. Se utilizan pronósticos para algunos países de la muestra para el 1T-2024. Se acotó el rango de la gráfica para facilitar la lectura. Las cifras que se muestran corresponden al nivel mínimo y máximo de los indicadores que no se visualizan en la gráfica.

Fuente: Elaborado por Banco de México con información de Haver Analytics y J.P. Morgan.



a. e. / Cifras con ajuste estacional.

Nota: Se acotó el rango de la gráfica para facilitar la lectura. Las cifras que se muestran corresponden al nivel mínimo del indicador que no se visualiza en la gráfica.

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

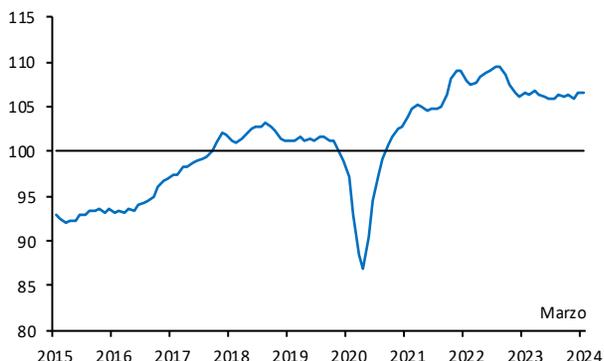
Fuente: IHS Markit.

el primer trimestre de 2024, y de 3.4 y 4.9% en el cuarto y tercer trimestres de 2023, respectivamente.

Gráfica 3

Mundial: volumen de comercio de mercancías

Promedio móvil de tres meses del índice junio 2019=100, a.e.



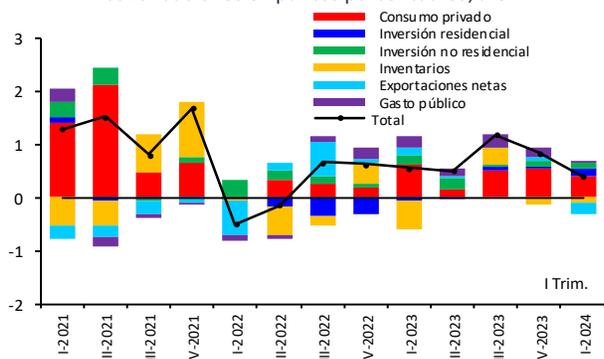
a. e. / Cifras con ajuste estacional.

Fuente: CPB Netherlands.

Gráfica 4

EUA: PIB real y componentes

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



a. e. / Cifras con ajuste estacional.

Fuente: Bureau of Economic Analysis.

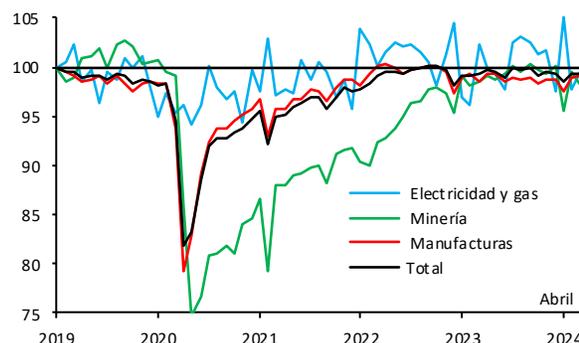
La producción industrial en Estados Unidos permaneció estancada durante el periodo que se reporta debido a la atonía en la actividad manufacturera y al retroceso en el sector de la minería respecto del cuarto trimestre de 2023 (Gráfica 5). En enero, la actividad industrial se contrajo 0.8% a tasa mensual ajustada por estacionalidad, ante las bajas temperaturas registradas en dicho mes que contribuyeron a la caída de la producción en los rubros de manufacturas y minería. Posteriormente, en febrero y marzo la producción industrial aumentó 0.8 y 0.1%, respectivamente, mientras que en abril el

crecimiento a tasa mensual fue nulo. Los índices de gerentes de compras apuntan a un avance de la actividad manufacturera en mayo.

Gráfica 5

EUA: producción industrial

Índice enero 2019=100, a. e.



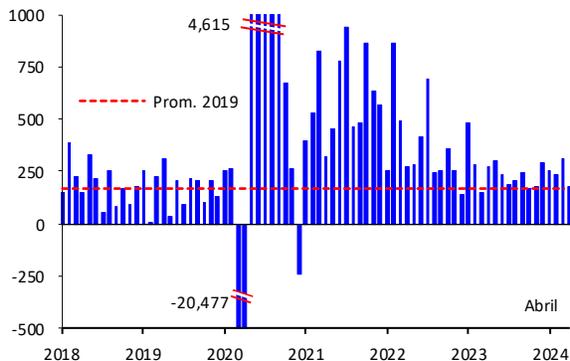
a. e. / Cifras con ajuste estacional.

Fuente: Reserva Federal.

El mercado laboral en Estados Unidos se mantuvo apretado durante el periodo que se reporta. No obstante, los indicadores han dado señales mixtas. La nómina no agrícola se expandió durante el primer trimestre del año a un ritmo mayor que en el trimestre previo, al pasar de una generación de 212 mil nuevas plazas en promedio mensual durante el cuarto trimestre de 2023 a 269 mil nuevas plazas en promedio por mes durante el primer trimestre de este año (Gráfica 6). Sin embargo, en abril este indicador moderó su ritmo de crecimiento al aumentar en 175 mil, siendo el incremento mensual más bajo desde octubre del año pasado. Las solicitudes iniciales del seguro de desempleo permanecieron en niveles bajos, ubicándose en 215 mil nuevas solicitudes en la semana que concluyó el 18 de mayo. Por su parte, el número de plazas vacantes disminuyó de 8.7 millones en enero a 8.5 millones en marzo, aunque permanece por encima de los niveles previos a la pandemia. La tasa de desempleo aumentó al pasar de 3.7% en diciembre a 3.9% en abril. Además, durante el trimestre que se reporta la mayoría de los indicadores de crecimiento salarial exhibieron una moderación. En abril, las remuneraciones promedio por hora mostraron un crecimiento de 4.0% a tasa anual, tras aumentar 4.7% en enero (Gráfica 7).

Gráfica 6
EUA: nómina no agrícola

Variación mensual en miles de empleos, a. e.



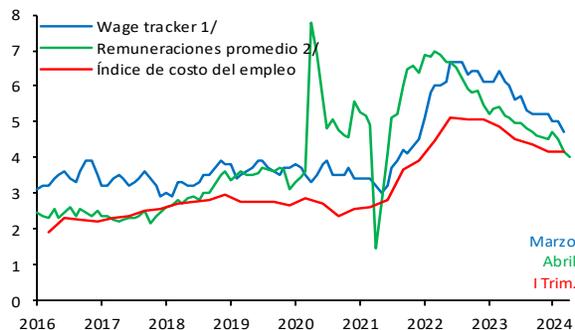
a. e. / Cifras con ajuste estacional.

Nota: Se acotó el rango de la gráfica para facilitar su lectura. Las cifras que se muestran corresponden a los valores mínimo (abril de 2020) y máximo (junio de 2020) que no se visualizan en la gráfica.

Fuente: Bureau of Labor Statistics.

Gráfica 7
EUA: índices salariales

Variación anual en por ciento, a. e.



a. e. / Cifras con ajuste estacional.

1/ Promedio móvil de tres meses de serie sin ajuste estacional. El dato de abril no ha sido publicado por la fuente oficial debido a cambios en la metodología.

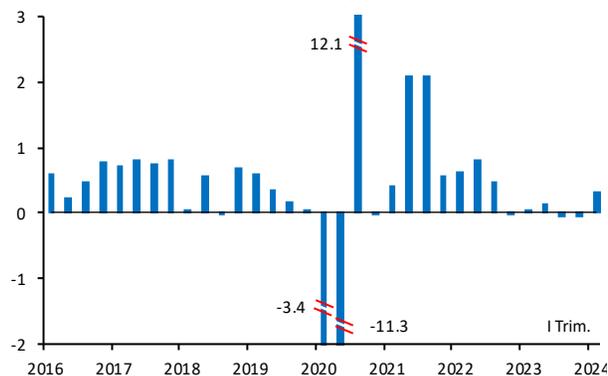
2/ Remuneraciones promedio por hora de producción y empleados no supervisores.

Fuente: Haver Analytics y Reserva Federal de Atlanta.

En la zona del euro, la actividad económica registró un ligero crecimiento en el primer trimestre de 2024, luego de haber experimentado una contracción en los dos trimestres previos (Gráfica 8).² Ello en un entorno de condiciones financieras aún apretadas. Por su parte, el mercado laboral en la zona del euro continuó robusto. La tasa de desempleo permaneció en 6.5% entre diciembre de 2023 y marzo de 2024, manteniéndose en un mínimo histórico. Lo anterior en un contexto en el que la tasa de participación laboral ha venido aumentando.

Gráfica 8
Zona del euro: Producto Interno Bruto real

Variación trimestral en por ciento, a. e.



a. e. / Cifras con ajuste estacional.

Nota: Se acotó el rango de la gráfica para facilitar la lectura. La serie incluye a Croacia, economía que se incorporó a la zona del euro en enero de 2023.

Fuente: Eurostat.

² Expresada como tasa trimestral ajustada por estacionalidad, la variación del PIB de la zona del euro fue de 0.3% en el primer trimestre de 2024 y de -0.1% en el cuarto y tercer trimestres de 2023. Expresada como tasa trimestral anualizada y ajustada por estacionalidad, la

variación del PIB de la zona del euro fue de 1.3% en el primer trimestre de 2024, y de -0.2% en el cuarto y tercer trimestres de 2023.

Recuadro 1. Productividad en la economía estadounidense: un análisis histórico y su comparación con otros países avanzados

1. Introducción

Desde el final de la recesión pandémica, Estados Unidos ha experimentado el mayor aumento de la productividad laboral entre los miembros del G7. Así, desde 2020 la productividad en ese país se ha ubicado por encima de su tendencia prepandemia, lo cual pudiera ser un factor que ha contribuido a la resiliencia de su crecimiento. Este Recuadro ilustra que aunque el comportamiento reciente de la productividad en Estados Unidos podría estar reflejando factores de corto plazo¹, la brecha entre el crecimiento de la productividad en ese país respecto de otros países del G7 ha sido una constante desde mediados de los noventa. Sin embargo, como también se analiza en el Recuadro, el ritmo de crecimiento de la productividad de Estados Unidos prevaleciente desde 2007 ha sido bajo en relación con otros periodos de su historia.

2. Revisión histórica del comportamiento de la productividad en Estados Unidos y otros países avanzados

La Gráfica 1a presenta la trayectoria de la productividad laboral del sector no agrícola de Estados Unidos de 1947 a 2024. Asimismo, se muestra una línea de tendencia segmentada en cinco periodos delimitados por líneas verticales. Las primeras tres, en negro, indican fechas aproximadas de cambios de tendencia. Estas fechas provienen de Kahn (2024) que identifica momentos en los cuales han ocurrido cambios estructurales en el comportamiento de esta variable.² Finalmente, también se incluye una línea vertical en color verde para señalar el inicio de la pandemia.

Las causas detrás de las diferencias en el ritmo de crecimiento de la productividad son difíciles de identificar con precisión. No obstante, los cambios estructurales indicados en la Gráfica 1a han coincidido con ciertos eventos que pudieron tener un papel importante en determinar el comportamiento de esta variable. Durante el periodo 1973-1996, cuyo inicio coincide con la recesión por el embargo petrolero, Estados Unidos experimentó un crecimiento de la productividad mucho más lento que el del periodo anterior. Jorgenson (1988) señala que los precios más altos de la energía estuvieron asociados con un declive en el crecimiento de la productividad en la gran mayoría de las industrias que él estudia. De 1997 a 2006, la productividad recibió un fuerte impulso proveniente de las tecnologías de computación y telecomunicaciones. De 2007 a 2019, luego de la Crisis Financiera Global, el crecimiento de la productividad en Estados

Unidos retrocedió a niveles similares a los del periodo 1973-1996. Finalmente, durante los años 2020-2022, el crecimiento de la productividad en Estados Unidos ha aumentado ligeramente con respecto al periodo prepandemia.

La Gráfica 1b enfoca más a detalle el periodo 2007-2024 para analizar lo ocurrido a raíz de la pandemia. Se puede observar un salto abrupto en el inicio de 2020 y su rápido declive. Lo atípico de este comportamiento sugiere que este probablemente no esté asociado con un aumento de los determinantes de largo plazo de la productividad, como la eficiencia e intensidad de capital, y que más bien esté reflejando factores de corto plazo originados por reacciones ante la pandemia. Así, este acelerado aumento de la productividad en 2020-2021 está probablemente relacionado con la caída más rápida del empleo que la de la producción experimentada durante la emergencia sanitaria. Adicionalmente, el proceso de estabilización y recuperación de la producción fue sostenido por los amplios estímulos fiscales aplicados por el gobierno de Estados Unidos y ello se reflejó en un mayor cociente PIB/trabajo. Posteriormente, la productividad laboral presentó un ajuste a la baja en 2021 y 2022 con el regreso gradual de los trabajadores, ahora más rápido que el aumento de la producción. Sin embargo, en los últimos trimestres la productividad laboral ha aumentado en Estados Unidos y se mantiene por encima de la tendencia previa de 2007-2019. En contraste, en los otros países del G7 no se ha observado un aumento similar de la productividad durante este periodo.

La Gráfica 2 presenta las tasas de variación promedio de la productividad laboral para los países del G7 durante los periodos indicados en la Gráfica 1a.³ Se puede apreciar heterogeneidad del dinamismo de la productividad entre países. Durante el periodo 1973-1996, Estados Unidos experimentó un crecimiento de la productividad más lento que el de casi todos los otros países del G7.⁴ Sin embargo, a partir de 1997 ese país ha presentado una expansión de la productividad significativamente por encima del resto de estas economías. Esta ventaja se ha mantenido incluso en el periodo 2007-2019, ya que a pesar de que el crecimiento de la productividad en Estados Unidos retrocedió respecto del periodo 1997-2006, en el resto de los países del G7, el crecimiento de la productividad cayó en mayor magnitud. Durante los años 2020-2022, la expansión de la productividad en Estados Unidos aumentó ligeramente con respecto al periodo prepandemia mientras que en varios países del G7 se experimentaron caídas adicionales o estancamiento.

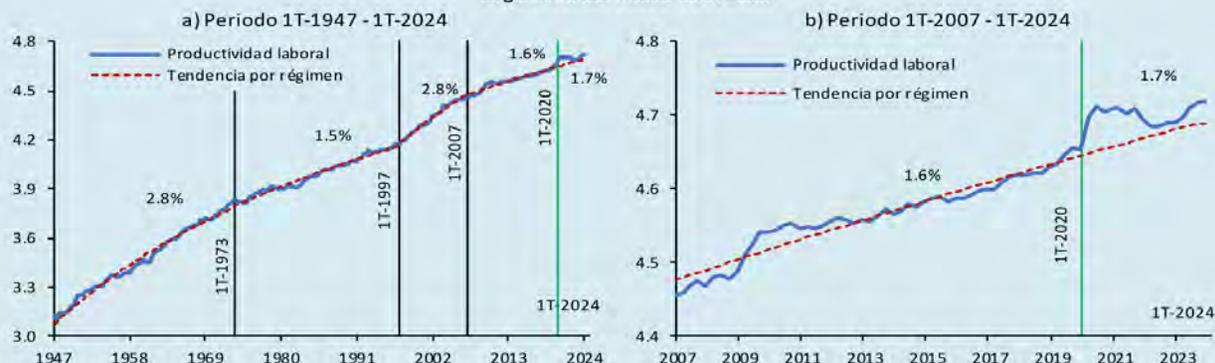
¹ Estos incluyen, por ejemplo, una caída más rápida del empleo que la de la producción al comenzar la pandemia y a la aplicación de estímulos macroeconómicos de mayor magnitud que en otros países.

² Estas fechas para los diferentes regímenes varían según la fuente, pero no difieren significativamente. Por ejemplo, Gordon (2012) considera cuatro regímenes de crecimiento de la productividad: 1891-1972, 1972-1996, 1996-2004 y 2004-2012, que difieren por uno o dos años de los de Kahn y Rich (2007). Si bien el rompimiento de la burbuja *dotcom* terminó con la euforia tecnológica de los noventa, su efecto macroeconómico parece haber sido limitado, por lo cual no se utiliza como referencia para los cambios de régimen (Quinn y Turner, 2020).

³ La base de datos de la OECD para la variable PIB por hora trabajada comienza en 1970.

⁴ Las tasas de crecimiento para Estados Unidos de la Gráfica 1 son distintas de las de la Gráfica 2. La razón principal es que, en la primera, la productividad es para el sector no agrícola, utilizado por Kahn (2024), mientras que en la segunda es para toda la economía. Asimismo, los datos de la Gráfica 2 son del PIB en dólares constantes ajustados por poder de paridad de compra para el comparativo internacional.

Gráfica 1
EUA: productividad laboral ^{1/}
 Logaritmo del índice 2017=100

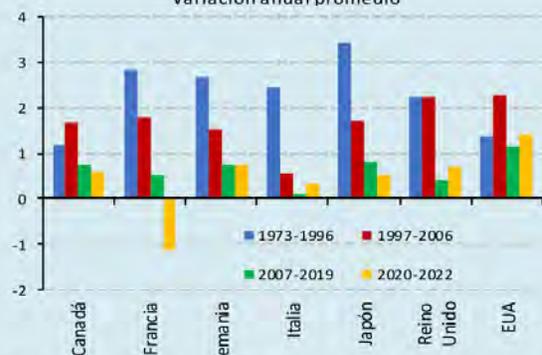


Notas: Las primeras tres líneas verticales corresponden a los cambios de régimen detectados por Kahn (2024). La última línea corresponde al inicio de la pandemia. Los porcentajes sobre la línea son las tasas de crecimiento anual promedio dentro de cada intervalo.

^{1/} PIB no agrícola por hora trabajada.

Fuente: Elaborado por Banco de México con datos de BLS.

Gráfica 2
Economías del G7: PIB ^{1/} por hora trabajada
 Variación anual promedio



^{1/} PIB en dólares constantes ajustados por paridad de poder de compra.

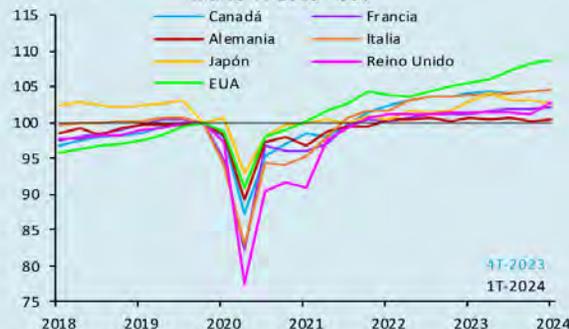
Fuente: OCDE.

Esta diferencia en las tasas de crecimiento de la productividad durante la pospandemia podría haber contribuido a la mayor resiliencia de la economía de Estados Unidos con respecto a la de otros países del G7. La Gráfica 3 muestra la trayectoria del PIB de varias economías avanzadas durante este periodo. En ella se puede observar que Estados Unidos presentó, al primer trimestre de 2024, un crecimiento acumulado del PIB de casi 9 por ciento desde 2019, mientras que el de las otras economías ha sido notoriamente menor.

Para dimensionar el comportamiento reciente de la productividad en Estados Unidos, respecto de su historia, se analizan las probabilidades de encontrarse en el régimen de alto crecimiento de la productividad estimadas por Kahn (2024) con base en Kahn y Rich (2007). Estos autores proponen un modelo

de cambios de régimen donde la tasa de crecimiento de la productividad laboral de Estados Unidos sigue un proceso de Markov con dos estados, uno de alto y otro de bajo crecimiento, como en Hamilton (1989). Estos estados o regímenes se pueden identificar con base en la relación que el crecimiento de la productividad guarda con el de las remuneraciones y el consumo por unidad de trabajo. La intuición es que en equilibrio, las variaciones de las remuneraciones y el consumo deben estar respaldadas por cambios proporcionales en el producto. Los autores argumentan que las variables del modelo en términos de unidad de trabajo tendrían la misma tendencia en tanto se encuentren en la misma senda de crecimiento equilibrado. Las probabilidades⁵ de encontrarse en el régimen de alto crecimiento de la productividad se muestran en la Gráfica 4 para el periodo 1T-1947 a 1T-2024.

Gráfica 3
Economías del G7: producto interno bruto
 Índice 4T-2019 = 100

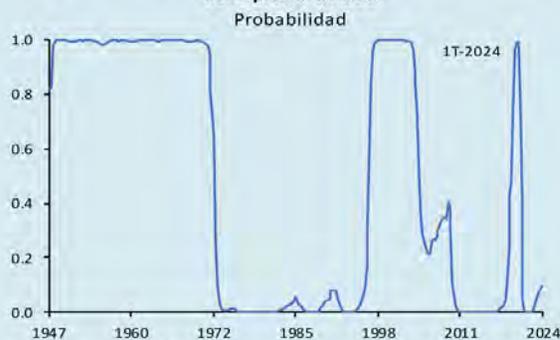


Fuente: Elaborado por Banco de México con datos de Haver Analytics.

⁵ Se presentan las probabilidades "suavizadas" las cuales se calculan con la información de toda la muestra, en contraste con las probabilidades "filtradas" o de tiempo real, que utilizan la información únicamente hasta la observación para

la que se está haciendo la inferencia. Hamilton (1989) describe la forma general del algoritmo para estimar estas probabilidades.

Gráfica 4
EUA: probabilidad de estar en el régimen de alto crecimiento de la productividad



Fuente: Kahn (2024).

Al considerar el comportamiento de la economía de EUA a lo largo de toda la muestra y los largos periodos de mayor expansión de la productividad en el pasado, las estimaciones de las probabilidades apuntan a que en el periodo antes de que iniciara la pandemia la economía se encontraba en el régimen de bajo crecimiento de la productividad. Posteriormente, en el inicio de la pandemia, se observó un breve aumento de la probabilidad de que la economía transitara a un régimen de alto crecimiento de la productividad, pero este aumento no fue duradero. La eventual recuperación de la economía y la moderación en el ritmo de crecimiento de la productividad se vio reflejada en una reversión de la probabilidad de alto crecimiento a niveles cercanos a cero a partir de 2022. Sin embargo, a lo largo de 2023 y el primer trimestre de 2024, ya en una economía sin las disrupciones más extremas del inicio de la pandemia, se ha observado un incremento moderado en el crecimiento de la productividad laboral. El modelo identifica este comportamiento con una leve alza de la probabilidad a un nivel de 0.1, como puede verse al final de la Gráfica 4. No obstante, el comportamiento reciente está aún lejos de ser una señal clara de una transición a un régimen de crecimiento de la productividad mayor,

considerando que el modelo toma en cuenta el comportamiento de largo plazo. La incertidumbre alrededor de la evolución de los determinantes de la productividad, tales como la intensidad de capital y la eficiencia tecnológica e institucional, dificultan prever el comportamiento de esta variable hacia adelante.

3. Consideraciones finales

La productividad es uno de los determinantes principales del crecimiento potencial y del grado de desarrollo de un país. Así, el crecimiento de la productividad en Estados Unidos en el periodo postpandemia parecería estar contribuyendo a la resiliencia que esta economía ha presentado en relación con lo observado en otras avanzadas. Además, Estados Unidos es, desde mediados de los noventa, el país con mayor crecimiento de la productividad dentro del G7. Sin embargo, parece estar transitando actualmente por un periodo de menor crecimiento de esta variable en comparación con otros episodios de su historia.

4. Referencias

- Gordon, R.J. (2012). "Is U.S. Economic Growth Over? Faltering Innovation Confronts the Six Headwinds". *NBER Working Paper* No. 18315.
- Hamilton, J. (1989). "A new approach to the economic analysis of nonstationary time series and the business cycle". *Econometrica*, 57, pp. 357-384.
- Jorgenson, D. W. (1988). "Productivity and Postwar U.S. Economic Growth". *Journal of Economic Perspectives*, v.2, Número 4.
- Kahn, J. y R. Rich (2007). "Tracking the New Economy: Using Growth Theory to Detect Changes in Trend Productivity". *Journal of Monetary Economics* 54(6), septiembre, 1670-1701.
- Kahn, J. (2024). "Trend Productivity Growth Update", mayo.
- Quinn, W. y Turner, J.D. (2020). "Boom and Bust". *Cambridge University Press*, Ch. 9.

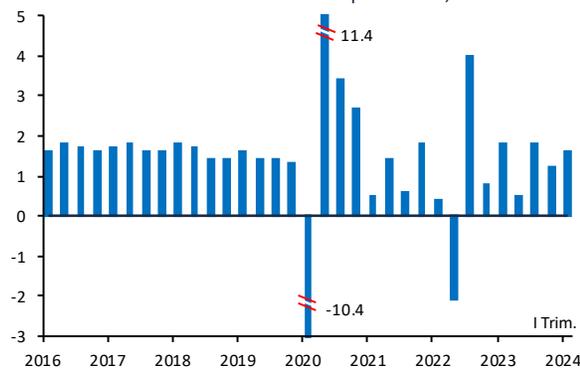
Respecto del resto de las principales economías avanzadas, en general, se observó un crecimiento moderado en el primer trimestre de 2024. Sin embargo, la economía de Japón exhibió una contracción, luego de haberse estancado en el trimestre anterior. Por su parte, la actividad económica en Reino Unido registró una recuperación, tras contraerse los dos trimestres previos. Los mercados laborales de este grupo de economías se mantuvieron apretados, a pesar de la moderación que han mostrado algunos indicadores.

La mayoría de las principales economías emergentes mostró un mayor dinamismo en el primer trimestre del año en relación con el trimestre previo, principalmente en América Latina y Europa del Este. Por su parte, en Asia emergente se registró una heterogeneidad más marcada en el ritmo de crecimiento entre países. En el caso particular de China, la actividad económica aumentó a un ritmo mayor en comparación con el trimestre anterior. En este contexto, su PIB creció a una tasa trimestral ajustada por estacionalidad de 1.6% luego de haber avanzado 1.2% en el cuarto trimestre de 2023 (Gráfica 9).³ Durante enero y febrero, se observó una expansión del consumo, la producción industrial y la inversión fija en ese país. El crecimiento en ese bimestre estuvo apoyado, además, por el aumento en las exportaciones y el turismo asociado con la festividad del Año Nuevo Lunar, que por primera vez desde el inicio de la pandemia se celebró sin restricciones a la movilidad. Posteriormente, en marzo y abril las ventas al menudeo desaceleraron su ritmo de crecimiento. Dicha economía continúa enfrentando dificultades ante la debilidad de su sector inmobiliario y la baja confianza por parte de los agentes económicos. Ello a pesar de los diversos estímulos que han implementado sus autoridades para impulsar el crecimiento.

Para 2024 y 2025, las perspectivas de crecimiento global elaboradas por organismos internacionales apuntan a que la tasa de crecimiento de la actividad económica mundial podría ser igual a la registrada en 2023 (Gráfica 10). Sin embargo, este crecimiento

sería menor al promedio histórico de 2000 a 2019 debido, en gran medida, a condiciones financieras aún restrictivas, el retiro de los estímulos fiscales, los efectos rezagados de la pandemia de COVID-19, las tensiones geopolíticas y la fragmentación geoeconómica. Se estima heterogeneidad en la dinámica económica entre países. En el caso particular de Estados Unidos, tras un desempeño económico mejor de lo esperado en el cuarto trimestre del año pasado, sus proyecciones de crecimiento para 2024 fueron revisadas significativamente al alza en comparación con los pronósticos que se tenían a inicios de este año. Así, la estimación más reciente ahora sugiere que la actividad económica estadounidense crecería a un ritmo mayor comparado con el año anterior, en un contexto de condiciones laborales aún apretadas. En cuanto a la zona del euro, luego del débil crecimiento observado el año pasado, se espera cierta recuperación en 2024 asociada con un mayor consumo ante el fortalecimiento del ingreso real disponible en la medida en que la inflación disminuya. Por su parte, se estima que la economía China se desacelere en 2024 ante la debilidad de su sector inmobiliario, la baja confianza por parte de los agentes económicos, así como ante las restricciones comerciales y tecnológicas impuestas por algunos países.

Gráfica 9
China: Producto Interno Bruto real
 Variación trimestral en por ciento, a.e.



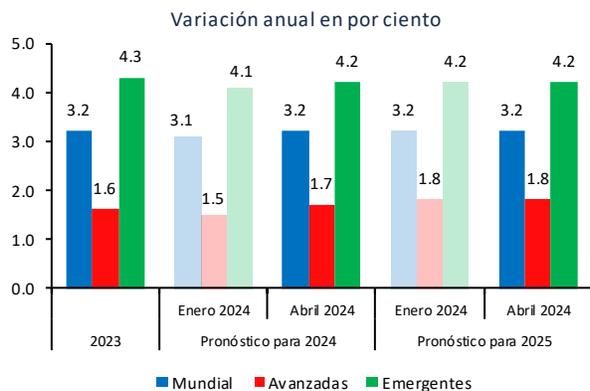
a.e./Cifras con ajuste estacional.

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

Fuente: Oficina Nacional de Estadísticas de China.

³ Expresada como tasa anual, la variación del PIB de China fue de 5.3 en el primer trimestre de 2024 y de 5.2% en el cuarto trimestre de 2023.

Gráfica 10
Global: pronósticos de crecimiento del PIB real
publicados por el FMI



Fuente: Fondo Monetario Internacional (FMI), World Economic Outlook de enero y abril de 2024.

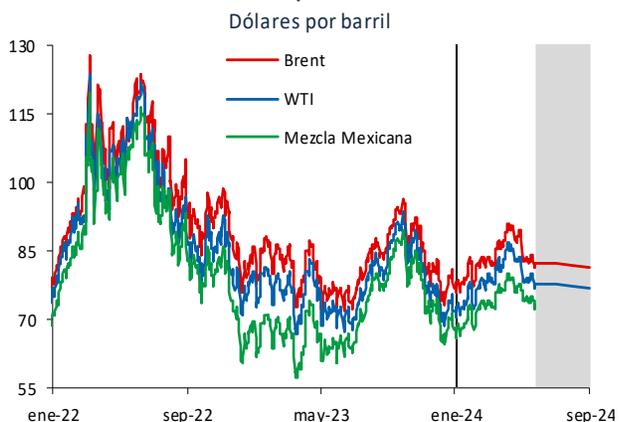
Dado que algunos riesgos para las perspectivas de crecimiento de la economía global se han moderado ante la resiliencia de la actividad económica, se considera que el balance de riesgos para dichas previsiones está equilibrado. Entre los principales riesgos a la baja destacan: i) un apretamiento mayor y más duradero de las condiciones financieras y de otorgamiento de crédito; ii) los elevados niveles de endeudamiento y de déficits del sector público en algunas economías que pudieran generar presiones para la sostenibilidad de las finanzas públicas; iii) un crecimiento menor al previsto en China; iv) la incertidumbre asociada con los procesos electorales que se llevarán a cabo en un amplio número de economías este año que podría postergar las decisiones de consumo e inversión a nivel global; v) una fragmentación económica que resulte en barreras para la inversión extranjera, las cadenas de producción, el comercio global, la transferencia de tecnología, la movilidad de los trabajadores y los sistemas de pagos internacionales; y vi) un mayor escalamiento de los conflictos geopolíticos en Medio Oriente, así como entre Rusia y Ucrania, o China y Taiwán que genere efectos adversos en la actividad económica global. Entre los riesgos al alza para el crecimiento global destacan: i) que continúe la resiliencia de la actividad económica y de los mercados laborales en las economías avanzadas,

especialmente en Estados Unidos, a pesar del apretamiento monetario; ii) un mayor gasto público ante los procesos electorales en diversas economías; iii) mayores estímulos económicos a los previstos en China que impulsen la recuperación y que pudieran generar una derrama económica hacia otras economías; y iv) una disminución de la inflación subyacente más acelerada de lo previsto que conduzca a una reducción de las tasas de política monetaria antes de lo anticipado. Algunos de estos riesgos, así como las políticas económicas que podrían ser implementadas derivadas del amplio número de procesos electorales en curso, en particular en países de importancia sistémica, podrían exacerbar los procesos de fragmentación económica y generar efectos de mediano y largo plazo en la actividad económica global.

2.2. Precios de las materias primas

Los precios internacionales de las materias primas mostraron un comportamiento sesgado al alza durante el periodo que cubre este Informe. Las cotizaciones del petróleo aumentaron ante la expectativa de una mayor demanda de crudo durante el primer trimestre del año en el contexto de una economía global resiliente. Al mismo tiempo, se registraron interrupciones en la producción estadounidense por condiciones climáticas adversas en enero y menores niveles de inventarios a nivel mundial en febrero. Otros factores que también presionaron las cotizaciones al alza fueron las tensiones geopolíticas en Medio Oriente y Rusia, así como el acuerdo alcanzado en marzo entre las naciones pertenecientes a la Organización de Países Exportadores de Petróleo y países aliados (OPEP+) de prolongar los recortes de producción hasta el segundo trimestre de 2024. No obstante, a principios de mayo se observó una disminución del precio del crudo ante una menor demanda por combustibles que se reflejó en niveles de inventarios más altos de lo previsto en Estados Unidos. Los datos más recientes de los contratos de futuros sugieren que los precios del crudo podrían disminuir ligeramente en el tercer trimestre de 2024 (Gráfica 11).

Gráfica 11
Precios del petróleo crudo



Nota: La línea vertical indica el inicio del 1T-24. El área sombreada muestra la curva de futuros que comprende datos hasta septiembre de 2024.

Fuente: Bloomberg.

En cuanto a los precios de referencia del gas natural, estos exhibieron un comportamiento volátil durante el periodo que se reporta. En enero y la mayor parte de febrero, las cotizaciones disminuyeron ante una menor demanda por temperaturas más cálidas en el hemisferio norte y a los niveles relativamente elevados de inventarios en Europa. Sin embargo, en la segunda semana de enero, ocurrió un pronunciado y transitorio aumento en el precio del gas en Estados Unidos debido a un cambio repentino hacia temperaturas más frías, lo que simultáneamente redujo la producción y aumentó la demanda por energía en ese país. A partir de finales de febrero se observó una reversión de la tendencia a la baja que experimentaron los precios a inicios de año, ante los conflictos geopolíticos Rusia-Ucrania e Irán-Israel, una menor producción de gas en Estados Unidos, mantenimiento de la infraestructura de procesamiento de gas en Noruega y Australia, y una mayor demanda en Asia. Los contratos de futuros anticipan una posible alza en los precios del gas durante el tercer trimestre de 2024 (Gráfica 12).

Gráfica 12

Precios internacionales de gas natural



Nota: La línea vertical indica el inicio del 1T-24. El área sombreada muestra la curva de futuros que comprende datos hasta septiembre de 2024. El 12 de enero de 2024 se registró un precio de 13.2 dólares por millón de BTU para Estados Unidos.

1/ Precio Spot del Gas Natural Henry Hub.

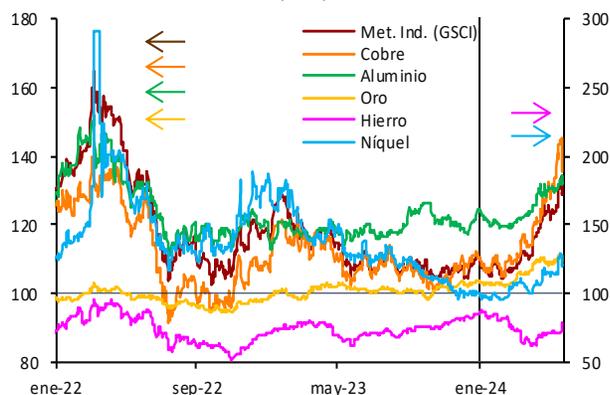
2/ Dutch TTF.

Fuente: Bloomberg.

En el periodo que cubre este Informe, las cotizaciones de los metales mostraron, en general, una tendencia alcista. En particular, los precios de los metales industriales fueron impulsados ante la expectativa de una mayor demanda por parte de China, y a mediados de abril por las restricciones impuestas a los metales rusos en las bolsas mercantiles de Estados Unidos y Reino Unido. Posteriormente, el precio del cobre registró presiones adicionales al alza ante niveles relativamente bajos de inventarios globales, alcanzando máximos históricos durante la cuarta semana de mayo. Asimismo, los precios de los metales preciosos aumentaron a partir de mediados de febrero, relacionado en parte con las perspectivas que se tenían a inicios de 2024 sobre condiciones financieras menos restrictivas respecto del año anterior, la diversificación de las reservas de los bancos centrales y las tensiones geopolíticas, alcanzando la cotización del oro máximos históricos durante la cuarta semana de mayo (Gráfica 13).

Gráfica 13

Precios de metales seleccionados ^{1/}
Índice 01/Ene/2021=100



Nota: La línea vertical indica el inicio del 1T-24.

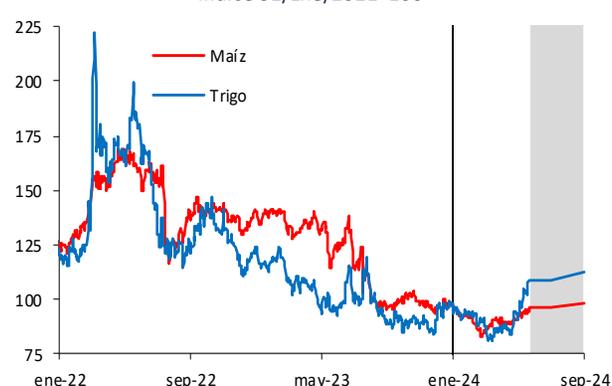
1/ El índice *GSCI* es un indicador de 24 materias primas elaborado por Goldman Sachs. En particular, el componente de metales industriales sigue los precios del aluminio, cobre, níquel, zinc y plomo.

Fuente: Bloomberg.

Las cotizaciones de los granos cayeron durante el primer trimestre del año debido al incremento de las exportaciones de trigo de Rusia, al aumento en la producción de maíz en Estados Unidos y Brasil, así como a los niveles relativamente altos de inventarios en Estados Unidos. A esta disminución también contribuyó el incremento de la producción de soya en Sudamérica, al tiempo que se registró una menor demanda por parte de China. Sin embargo, a partir de finales de abril, las cotizaciones de trigo y soya registraron presiones al alza debido a la incertidumbre por condiciones climáticas adversas en Estados Unidos, Rusia y Brasil, y los ataques a la infraestructura de almacenamiento de granos en Ucrania. Los contratos de futuros anticipan una posible alza en los precios del maíz y el trigo durante el tercer trimestre de 2024 (Gráfica 14). Por su parte, el precio del cacao exhibió incrementos significativos y sostenidos desde enero, asociados con condiciones climáticas adversas en África, alcanzando su máximo histórico durante la tercera semana de abril. No obstante, se ha observado una reversión parcial de esta tendencia a partir de la última semana de abril.

Gráfica 14

Precios de los granos ^{1/}
Índice 01/Ene/2021=100



Nota: La línea vertical indica el inicio del 1T-24. El área sombreada muestra la curva de futuros que comprende datos hasta septiembre de 2024.

1/ Los precios se refieren al contrato vigente de los futuros de los granos.

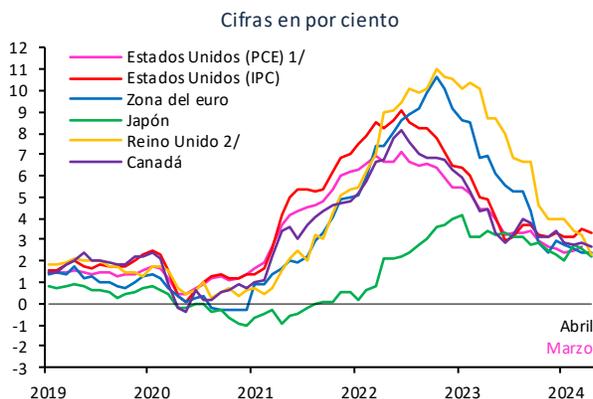
Fuente: Bloomberg.

2.3. Tendencias de la inflación en el exterior

En el periodo que se reporta, la inflación general anual disminuyó en la mayoría de las principales economías avanzadas y emergentes (Gráficas 15 a 17 y 19 y 20). Ello como resultado, principalmente, de menores presiones en los precios de los alimentos y, en menor medida, del componente subyacente. No obstante, el ritmo de disminución de la inflación ha sido diferenciado entre economías e incluso en algunas la inflación general registró un repunte en meses recientes, sobre todo, ante mayores presiones en los precios de los energéticos y en ciertos casos un ligero aumento de la inflación subyacente. En la mayoría de los países la inflación general se mantuvo por encima de los objetivos de sus respectivos bancos centrales, aunque en varios casos se ubicó dentro del intervalo de variabilidad de cada instituto central. El Recuadro 2 compara el comportamiento reciente de la inflación general y subyacente para distintos países, así como de sus componentes de bienes y servicios. Esto con el objetivo de ilustrar que en el margen se han observado mayores presiones en la inflación de servicios.

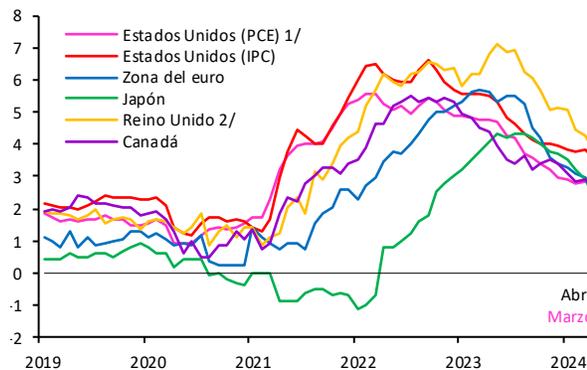
En Estados Unidos, la inflación general anual medida por el índice de precios al consumidor se mantuvo prácticamente sin cambio en 3.4% entre diciembre y abril, aunque exhibió volatilidad durante el periodo. Después de disminuir de 3.4% en diciembre a 3.1% en enero, repuntó a 3.5% en marzo y descendió nuevamente a 3.4% en abril. El comportamiento de la inflación durante el periodo que se reporta reflejó, principalmente, mayores presiones en los precios de los energéticos, toda vez que la inflación de los alimentos y del componente subyacente exhibieron disminuciones entre diciembre y abril, si bien con un ligero repunte en marzo. La inflación anual del componente subyacente se redujo de 3.9% en diciembre a 3.6% en abril, como resultado de una disminución en los precios de los bienes. En particular, la variación mensual del índice subyacente se ubicó en niveles elevados alrededor de 0.4% entre enero y marzo, ante un alza en la inflación de los servicios. No obstante, la inflación mensual subyacente descendió a 0.3% en abril. Por su parte la inflación general anual medida por el deflactor del gasto en consumo personal aumentó de 2.6% en diciembre a 2.7% en marzo. La inflación del componente subyacente bajó de 2.9 a 2.8% en el mismo periodo.

Gráfica 15
Economías avanzadas: inflación general anual



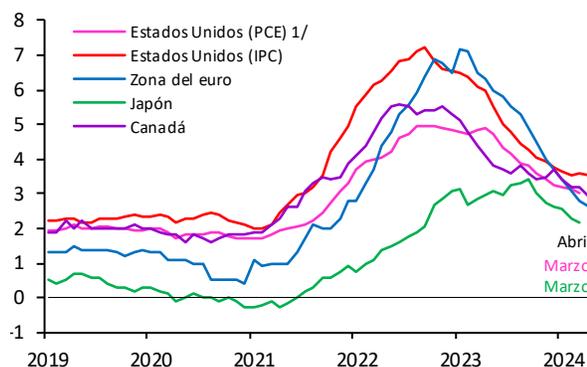
1/ Se refiere al deflactor del gasto en consumo personal.
2/ Se emplea el índice armonizado.
Nota: Las series incluyen información hasta abril de 2024, excepto para el caso de Estados Unidos (PCE), cuyo último dato disponible corresponde a marzo de 2024.
Fuente: Bureau of Economic Analysis, Bureau of Labor Statistics, Eurostat, Banco de Japón, Oficina Nacional de Estadística del Reino Unido e Instituto de Estadística de Canadá.

Gráfica 16
Economías avanzadas: inflación subyacente anual



1/ Se refiere al deflactor del gasto en consumo personal.
2/ Se emplea el índice armonizado.
Nota: Las series incluyen información hasta abril de 2024, excepto para el caso de Estados Unidos (PCE), cuyo último dato disponible corresponde a marzo de 2024.
Fuente: Bureau of Economic Analysis, Bureau of Labor Statistics, Eurostat, Banco de Japón, Oficina Nacional de Estadística del Reino Unido e Instituto de Estadística de Canadá.

Gráfica 17
Economías avanzadas: medias truncadas de la inflación anual



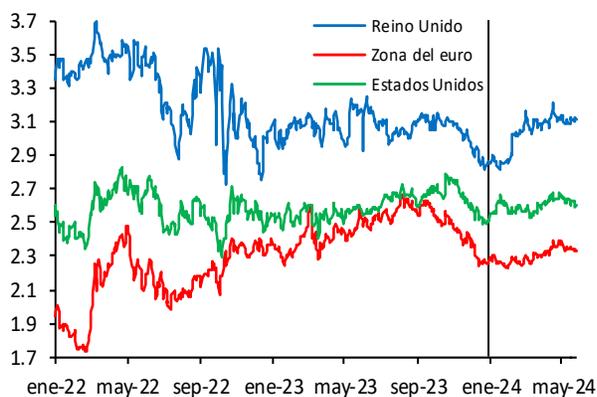
Nota: Las series incluyen información hasta abril de 2024, excepto para el caso de Estados Unidos (PCE) y Japón, cuyo último dato disponible corresponde a marzo de 2024. Se emplean las medidas alternativas de la inflación para las cuales se trunca un porcentaje de los pesos de las colas superiores e inferiores de la totalidad de los rubros que componen el índice de inflación general. La suma de los recortes de ambas colas de la distribución como porcentaje de la canasta total de cada país son: 55% Estados Unidos (PCE), 16% Estados Unidos (IPC), 45% zona del euro, 20% Japón y 40% Canadá.
1/ Se refiere al deflactor del gasto en consumo personal.
Fuente: Reserva Federal de Dallas, Reserva Federal de Cleveland, Banco Central Europeo, Banco de Japón e Instituto de Estadística de Canadá.

A diferencia de Estados Unidos, en la zona del euro la inflación general anual descendió de manera más notoria de 2.9% en diciembre a 2.4% en abril. Ello como resultado de una reducción en la inflación de los alimentos y del componente subyacente, la cual fue parcialmente contrarrestada por una menor deflación de los energéticos. La inflación del componente subyacente se redujo de 3.4 a 2.7% en el mismo periodo. Ello respondió a una menor inflación de los bienes y de los servicios. Esta última disminuyó a 3.7% en abril, luego de mantenerse alrededor de 4.0% en meses previos.

Los pronósticos de inflación para 2024 por parte de analistas prevén una moderación de la inflación general respecto de los niveles actuales para las principales economías avanzadas, aunque esta seguiría ubicándose en niveles mayores a los objetivos de inflación de los bancos centrales. Las expectativas de inflación de mayor plazo derivadas de instrumentos financieros para algunas de estas economías exhibieron aumentos moderados en el periodo que se reporta (Gráfica 18).

En la mayoría de las principales economías emergentes la inflación general anual disminuyó entre diciembre y abril, si bien en ciertos casos presentó repuntes en lecturas recientes. Lo anterior, en parte, ante mayores presiones en los precios de los energéticos y de los alimentos. Aunque en algunas economías la inflación continuó por encima de los objetivos de sus respectivos bancos centrales, en varios casos la inflación general se ubicó dentro del intervalo de variabilidad considerado por cada instituto central (Gráfica 19). A su vez, en China, después de que la inflación general anual registrara tasas negativas por cuatro meses consecutivos, esta repuntó a 0.7% en febrero, reflejando tanto un efecto de base de comparación como los cambios en la demanda asociados con las festividades del Año Nuevo Lunar, que por primera vez desde el inicio de la pandemia se celebró sin restricciones sanitarias. Posteriormente, esta se redujo a 0.3% en abril. La inflación subyacente disminuyó en la mayoría de las principales economías emergentes, si bien en algunos casos registró repuntes en sus lecturas recientes (Gráfica 20).

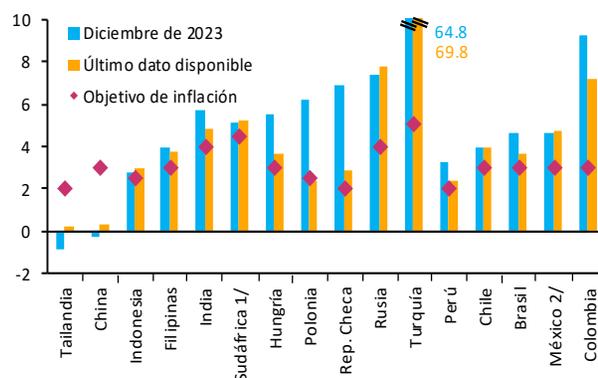
Gráfica 18
Economías avanzadas: compensación por inflación de 5 años en 5 años
Cifras en por ciento



Nota: Las series se calculan con la diferencia entre las tasas nominales de 10 y 5 años y las correspondientes a las de instrumentos ajustados por inflación. La línea vertical indica el inicio del 1T-24.

Fuente: J.P. Morgan.

Gráfica 19
Economías emergentes: inflación general anual
Cifras en por ciento



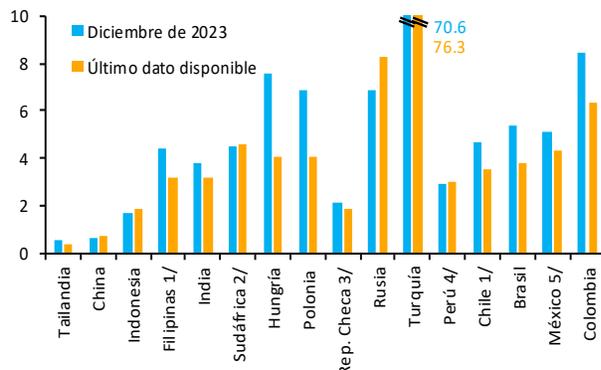
Nota: Para el caso de los bancos centrales que no tienen objetivo puntual de inflación se presenta el punto medio de su intervalo o rango de tolerancia. Se acotó el rango de la gráfica para facilitar la lectura.

1/ Se reporta la inflación "CPI for All Urban Areas".

2/ Cifras correspondientes a la primera quincena de mayo.

Fuente: Bancos centrales y oficinas nacionales de estadística correspondientes.

Gráfica 20
Economías emergentes: inflación subyacente anual
 Cifras en por ciento



Nota: Se acotó el rango de la gráfica para facilitar la lectura.
 1/ Hace referencia a la serie que excluye volátiles utilizada por el Banco Central de Chile y el Instituto de Estadística de Filipinas.
 2/ Se reporta la inflación "Core CPI for All Urban Areas".
 3/ Esta medida excluye el impacto de precios regulados, ajustes de impuestos y otras medidas administrativas.
 4/ Se utiliza la serie "IPC Sin Alimentos y Energía" que reporta el Banco Central de Reserva del Perú.
 5/ Cifras correspondientes a la primera quincena de mayo.
 Fuente: Haver Analytics.

El entorno para la inflación mundial continúa siendo incierto y el balance de riesgos se mantiene sesgado al alza. Entre los riesgos al alza se encuentran: i) que ante la magnitud, alcance y duración de los choques que han afectado a la inflación subyacente mundial, aunado a la resiliencia de la actividad económica y mercados laborales, esta exhiba una persistencia mayor a la esperada; ii) una menor sincronización entre políticas fiscales y monetarias que dificulte la convergencia de la inflación a sus objetivos; iii) un incremento en los precios de las materias primas ante disrupciones en el suministro y/o recortes adicionales en la oferta de petróleo; iv) interrupciones en las cadenas de suministro derivadas de nuevos eventos climatológicos adversos o de conflictos geopolíticos; y v) que las presiones salariales en algunas economías se trasladen, en mayor medida, a incrementos en los precios. Entre los riesgos a la baja destacan: i) una desaceleración de la demanda global mayor a la anticipada, la cual pudiera resultar, entre otros factores, de los efectos del apretamiento de las condiciones monetarias y crediticias; y ii) disminuciones en los precios de las materias primas y de los energéticos ante una menor demanda a la prevista en China o ante la diversificación de las fuentes de suministro.

Recuadro 2. Evolución reciente de la inflación subyacente a nivel global

1. Introducción

Durante 2020 y 2021, la inflación a nivel global se vio presionada al alza por los efectos de la pandemia de COVID-19 en los precios. A lo anterior se sumó en 2022 el impacto en los precios de materias primas derivado del conflicto entre Rusia y Ucrania, lo que llevó a la inflación a alcanzar niveles máximos en décadas en varias economías. A medida que los efectos de estos choques se han ido desvaneciendo, la inflación general ha disminuido de manera notoria en la mayoría de los países. Asimismo, la inflación subyacente también ha exhibido una reducción aunque de manera más gradual que en el caso de la inflación general. Sin embargo, como se describe en este Recuadro, el ritmo del proceso desinflacionario ha dado señales de haberse moderado en diversas economías. Así, el objetivo de este Recuadro es comparar el comportamiento de la inflación general y subyacente para distintos países en el primer trimestre de 2024, así como de sus componentes de bienes y servicios, con el observado durante 2023. Ello con el propósito de identificar los componentes que han contribuido a la reciente reducción más lenta de la inflación. Los datos muestran que esto ha ocurrido a raíz de cierta resistencia de la inflación de los servicios a disminuir.

2. Evolución reciente de la inflación general y subyacente en distintas economías

La Gráfica 1 ilustra que, en lo que va de 2024, la inflación general anual de la mayoría de las principales economías avanzadas y emergentes ha seguido disminuyendo. No obstante, en varios

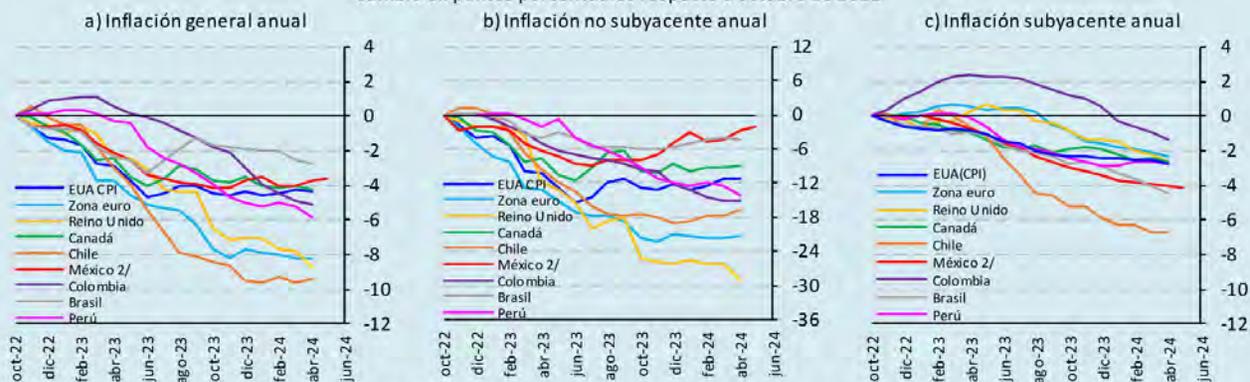
países, el ritmo de reducción ha sido menor comparado con aquel observado previamente. Ello debido tanto a factores comunes como idiosincrásicos. Incluso en ciertos casos, como el de Estados Unidos, la inflación general exhibió incrementos en algunos meses desde finales de 2023 (Gráfica 1a). Esta disminución más lenta de la inflación general ha tendido a reflejar un aumento en la inflación no subyacente ante mayores presiones en los precios de los energéticos (Gráfica 1b). Asimismo, como se observa para varias economías en la Gráfica 1c, el componente subyacente ha exhibido mayor gradualidad en su ritmo de reducción.

El comportamiento de las variaciones mensuales puede proveer mayor información sobre la evolución de la inflación en el margen, al no estar influida por los choques que la afectaron en los doce meses previos. La Gráfica 2a ilustra, en el eje horizontal, el nivel de la inflación mensual promedio para una muestra de países en el primer semestre de 2023 y, en el eje vertical, el nivel de la inflación mensual promedio en el segundo semestre de dicho año.¹ Cada punto de la gráfica representa un país. Se observa que casi todas las economías de la muestra se ubican por debajo de la línea de 45 grados. Ello implica que, durante el segundo semestre de 2023, se registró una menor inflación mensual subyacente promedio que en el primer semestre del mismo año para la mayoría de las economías presentadas. De igual manera, como se observa en las Gráficas 2b y 2c, la inflación mensual de los servicios y bienes disminuyó para la mayoría de los países entre el primer y el segundo semestre de 2023.

Gráfica 1

Inflación general y de sus componentes

Cambio en puntos porcentuales respecto a octubre de 2022^{1/}



1/ Se usó como fecha de referencia octubre de 2022 ya que para ese momento en la mayoría de estas economías la inflación general anual había alcanzado niveles máximos en décadas.

2/ Cifras correspondientes a la primera quincena de mayo.

Fuente: Elaborado por Banco de México con información de Institutos de Estadística Nacionales y Haver Analytics.

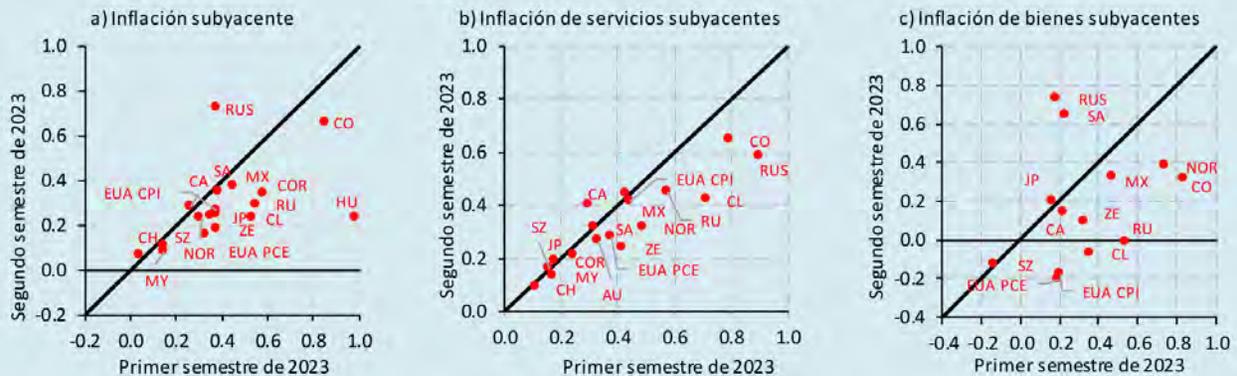
¹ Para ello se calcula la variación mensual ajustada por estacionalidad (a.e.) promedio para una muestra de países. Se calcula el promedio geométrico de la

variación trimestral o semestral del índice de precios al consumidor ajustado por estacionalidad según sea el caso.

Gráfica 2

Evolución durante 2023 del índice subyacente y sus componentes de servicios y bienes

Variación mensual promedio en por ciento, a.e.



a.e./Cifras con ajuste estacional.

Nota: Se calcula el promedio geométrico de la variación trimestral o semestral del índice de precios al consumidor ajustado por estacionalidad, según sea el caso. Para China, Malasia, Hungría, Noruega, Suiza, Australia y Corea se reporta la serie de servicios general. Para Sudáfrica las cifras corresponden a estimaciones para bienes y servicios.

Fuente: Elaborado por Banco de México con información de Institutos de Estadística Nacionales, Banco Central de Chile, Banco de la República de Colombia y Haver Analytics. Las cifras son ajustadas estacionalmente por su respectiva agencia estadística, Haver Analytics o Banco de México.

Sin embargo, esta disminución en la inflación mensual promedio fue menos generalizada a principios de 2024. La Gráfica 3a compara el comportamiento de la inflación mensual promedio del segundo semestre de 2023 (eje horizontal) con el del primer trimestre de 2024 (eje vertical) para la misma muestra de países. En el caso de la inflación subyacente, los puntos de varias economías se ubican por encima de la línea de 45 grados, ilustrando un incremento de la inflación mensual promedio con respecto del segundo semestre de 2023 para estas economías (Gráfica 3a).

Lo anterior es explicado principalmente por el componente de servicios, para el cual se observa que la inflación mensual promedio aumentó para algunos países, mientras que en la mayoría se mantiene en niveles similares a los registrados en último semestre de 2023 (Gráfica 3b). Este comportamiento generalizado de la inflación mensual promedio de los servicios sugiere la presencia de factores comunes entre países que pudieran explicar su persistencia, en un contexto de mercados laborales apretados en varias economías y de una reasignación

del gasto de los hogares de bienes hacia servicios luego de las distorsiones derivadas de la pandemia de COVID-19.

Por su parte, la Gráfica 3c muestra que la evolución de la inflación mensual promedio de los bienes subyacentes, en lo que va de 2024, ha sido más heterogénea entre países. Si bien en algunas economías la variación mensual promedio de los precios de los bienes aumentó en meses recientes, en otros casos como la zona del euro, Canadá o Colombia esta disminuyó respecto del nivel observado en la segunda mitad de 2023, registrando incluso variaciones negativas en algunos casos.

Este comportamiento de los componentes de la inflación ilustra los retos que todavía enfrenta el proceso de desinflación a nivel mundial, particularmente por el lado de los precios de los servicios. La inflación anual de los servicios se mantiene aún elevada en varias economías. Sus niveles todavía se ubican significativamente por encima de los observados previo al inicio de la pandemia (Gráfica 4b). En contraste, la inflación anual de los bienes ha descendido de manera más clara y, en algunos casos, incluso se ha colocado por debajo de su nivel promedio anterior a la crisis sanitaria como se ilustra en la Gráfica 4a.²

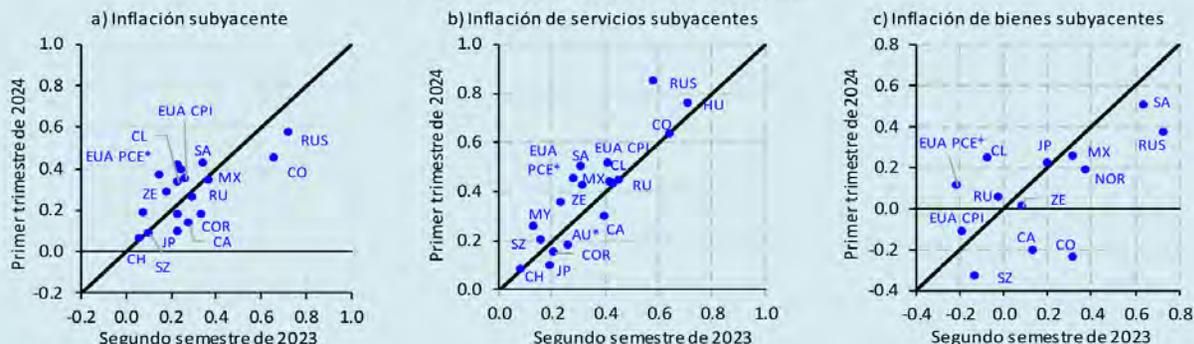
² Respecto del comportamiento de los servicios para el caso de México, el Recuadro 5 del presente Informe describe cómo se ha observado heterogeneidad

en la evolución de la inflación de los distintos rubros que conforman ese subíndice.

Gráfica 3

Evolución durante 2024 del índice subyacente y sus componentes de servicios y bienes

Variación mensual promedio en por ciento, a.e.



a.e./ Cifras con ajuste estacional.

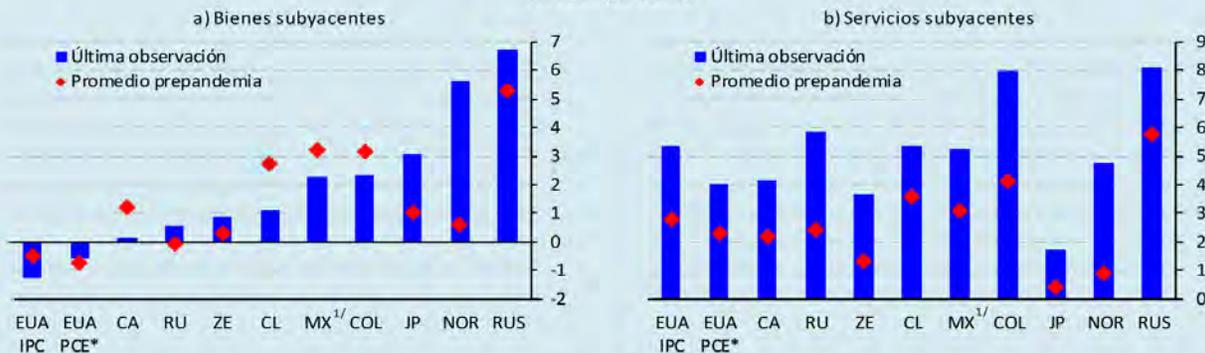
Nota: Se calcula el promedio geométrico de la variación trimestral o semestral del índice de precios al consumidor ajustado por estacionalidad, según sea el caso. Para China, Malasia, Hungría, Noruega, Suiza, Australia y Corea se reporta la serie de servicios general. Para Sudáfrica las cifras corresponden a estimaciones para bienes y servicios. Para los países indicados con asterisco, el dato de la última observación corresponde a marzo. Para los países restantes, el dato de la última observación corresponde a abril. Las cifras de México corresponden a la primera quincena de mayo.

Fuente: Elaborado por Banco de México con información de Institutos de Estadística Nacionales, Banco Central de Chile, Banco de la República de Colombia y Haver Analytics. Las cifras son ajustadas estacionalmente por su respectiva agencia estadística, Haver Analytics o Banco de México.

Gráfica 4

Inflación anual de bienes y servicios subyacentes

Cifras en por ciento



Nota: Se realizó un promedio geométrico de 2014 a 2019 para todos los países de la muestra (Estados Unidos, Canadá, zona del euro, Chile, Japón, México, Reino Unido, Colombia y Rusia), con excepción de Noruega que tiene datos solo a partir de 2015. Para los países indicados con asterisco, el dato de la última observación corresponde a marzo. Para los países restantes, el dato de la última observación corresponde a abril.

1/ Cifras correspondientes a la primera quincena de mayo.

Fuente: Haver Analytics y los respectivos institutos de estadística nacionales.

3. Evolución reciente de la inflación en Estados Unidos

En Estados Unidos, la inflación general anual medida por el índice de precios al consumidor (CPI) exhibió un aumento moderado de 3.35 a 3.48% entre diciembre de 2023 y marzo de 2024, si bien posteriormente disminuyó a 3.36% en abril. Por su parte, la inflación anual subyacente se redujo de 3.93% en diciembre a 3.61% en abril. Ello reflejó una disminución de la inflación anual de los bienes de 0.17 a -1.27%, que fue parcialmente contrarrestada por un ligero incremento en la inflación del rubro

de servicios, que pasó de 5.31 a 5.35% entre diciembre de 2023 y abril de 2024 (Gráfica 5a).

No obstante, la Gráfica 5b ilustra que la inflación subyacente mensual, si bien había mostrado una tendencia a disminuir desde inicios de 2021 y hasta junio de 2023, exhibió una tendencia al alza a partir de entonces, aunque con cierta volatilidad. Los datos del primer trimestre muestran que la inflación subyacente mensual en Estados Unidos aumentó de 0.28 a 0.36% entre diciembre de 2023 y marzo de 2024. Ello, como resultado de un alza en la inflación de los precios de los servicios de 0.38 a 0.52%,

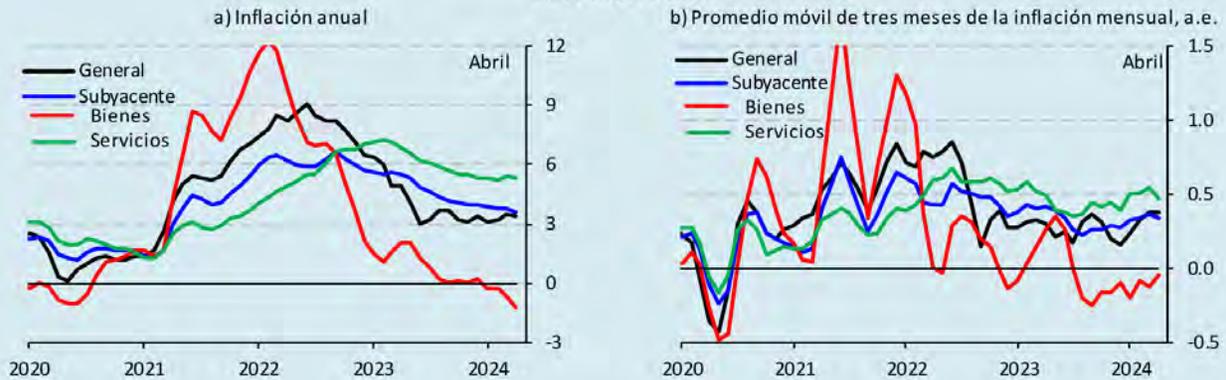
la cual fue parcialmente contrarrestada por una mayor deflación de los bienes. En abril, la inflación subyacente disminuyó a 0.29%. A pesar de lo anterior, la inflación mensual promedio en los primeros cuatro meses del presente año fue de 0.35%, por encima del 0.27% registrado en el segundo semestre de 2023 (Gráfica 3a).

En términos de contribuciones, la Gráfica 6 ilustra que el alza en la inflación mensual subyacente entre diciembre y marzo reflejó, en gran medida, un incremento en la contribución de los servicios de 0.29 puntos porcentuales (p.p.) a 0.40 p.p., si bien en su lectura de abril esta se redujo a 0.32 p.p.

La Gráfica 7 muestra la contribución de diversos rubros a la inflación mensual promedio de los servicios en Estados Unidos.

Destaca que el rubro con la contribución más alta a la inflación mensual promedio de servicios es la vivienda, que representa alrededor del 59% de la canasta. En particular, la contribución a la inflación mensual promedio de dicho rubro aumentó en el primer trimestre de 2024, luego de haber disminuido en la segunda mitad de 2023, reflejando principalmente un alza en la contribución de la categoría de alojamiento fuera del hogar. Por su parte, dentro de los rubros restantes de la canasta de servicios, los servicios de transporte son los de mayor contribución a la inflación mensual promedio. Su contribución ha venido aumentando durante 2023 y lo que va de 2024 ante un incremento más generalizado de sus componentes, entre ellos, los rubros de seguros de vehículos de motor y transporte público.

Gráfica 5
EUA: índice de precios al consumidor
Cifras en por ciento



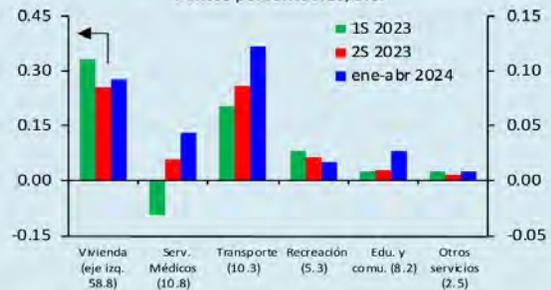
a.e./Cifras con ajuste estacional.
Fuente: BLS.

Gráfica 6
EUA: inflación subyacente mensual
Variación en por ciento y contribuciones en puntos porcentuales, a.e.



a.e./Cifras con ajuste estacional.
Fuente: BLS.

Gráfica 7
EUA: contribución de rubros seleccionados a la inflación mensual promedio de servicios subyacentes
Puntos porcentuales, a.e.



a.e./Cifras con ajuste estacional.

Nota: Se calcula el promedio geométrico de la variación cuatrimestral o semestral del índice de precios al consumidor ajustado por estacionalidad, según sea el caso, y se multiplica por el ponderador de cada rubro. El valor entre paréntesis corresponde al peso promedio de un año (de abril de 2023 a abril de 2024) de cada rubro en el índice de precios de los servicios subyacentes. Los pesos de los grupos seleccionados suman aproximadamente 96.0% de dicha canasta.

Fuente: Elaborado por Banco de México con información de BLS.

4. Consideraciones finales

El panorama para el proceso desinflacionario alrededor del mundo sigue siendo complejo, incierto y enfrenta retos. En este sentido, el presente Recuadro muestra que la inflación subyacente ha exhibido persistencia a nivel internacional en lo que va del presente año, principalmente ante presiones en los precios del rubro de los servicios. Ello, en un contexto en el que este último rubro, en contraste con el de bienes, ha experimentado un traspaso más lento de las presiones de costos derivadas de la pandemia de COVID-19 y el conflicto en Ucrania. Así, en un entorno de resiliencia de la actividad económica, las presiones de costos acumuladas desde el inicio de la pandemia y que no han logrado traspasarse continúan incidiendo en la inflación de servicios, lo que a su vez podría explicar la persistencia del componente subyacente de la inflación. No

obstante, en la medida en que dicho traspaso continúe y que las presiones acumuladas sigan mitigándose, se esperaría que la inflación de los servicios se reduzca hacia adelante. Este proceso enfrenta riesgos y podría continuar siendo más gradual en el rubro de servicios en comparación con el de bienes.

5. Referencias

Banco de México (2020). "Impacto de la Pandemia de COVID-19 en la Dinámica de Precios al Consumidor en EUA y México". Informe Trimestral Julio - Septiembre 2020, Recuadro 6, pp. 85-88.

International Monetary Fund (2024). "World Economic Outlook: Steady but Slow: Resilience amid Divergence". Washinton, DC. Abril 2024.

2.4. Política monetaria y mercados financieros internacionales

En el periodo que se reporta, las decisiones de los bancos centrales de las principales economías avanzadas y emergentes respecto de sus tasas de política monetaria fueron heterogéneas, en función de la evolución de la inflación y de otros indicadores económicos de cada país. En general, los institutos centrales reiteraron que los ajustes futuros de las tasas continuarán dependiendo de la evolución de la inflación y otros datos económicos. Algunos anticipan que las tasas de referencia permanezcan en niveles restrictivos por cierto tiempo y se encuentran

preparados para realizar ajustes adicionales en caso de ser necesario con el fin de regresar la inflación a su nivel objetivo. Otros, particularmente de economías avanzadas, enfatizaron la necesidad de tener mayor confianza en que la inflación está volviendo al objetivo antes de relajar su postura de política monetaria.

En las principales economías avanzadas, la mayoría de los bancos centrales mantuvo sin cambios sus tasas de referencia entre enero y abril (Cuadro 1). En cuanto a sus programas de compras de activos, continuaron con la reducción de sus tenencias de valores.

Cuadro 1
Economías avanzadas: indicadores de política monetaria e inflación

País	Meta de inflación ^{1/}	Último dato de inflación general	Último dato de inflación subyacente	Brecha de inflación general actual ^{4/}	Cambio acum. neto en la TPM durante el 4T-23 ^{5/}	Cambio acum. neto en la TPM de inicios del 1T-24 a la fecha	TPM actual ^{6/}	Cambio esperado en la TPM para el cierre de 2024	Cambio esperado en la TPM para el cierre de 2025	Tasa real ex-ante ^{8/} actual
		anual ^{2/}	anual ^{3/}		Puntos base	Puntos base		Puntos base		
Canadá	2.0	2.7	2.7	0.7	0	0	5.00	-39.2	-115.8	2.8
Estados Unidos	2.0	2.7	2.8	0.7	0	0	5.38	-20.6	-95.0	2.8
Japón	2.0	2.2	2.4	0.2	0	20	0.10	21.4	48.8	-2.1
Zona del euro	2.0	2.4	2.7	0.4	0	0	4.00	-59.1	-119.1	1.9
Reino Unido	2.0	2.3	3.9	0.3	0	0	5.25	-20.2	-86.5	3.2

1/ Como meta de inflación se utiliza el objetivo puntual (Reino Unido, Japón y la zona del euro), el punto medio del rango de variabilidad (Canadá) o el objetivo promedio (Estados Unidos) definido por los bancos centrales.

2/ Para Estados Unidos se utiliza el Deflactor del Gasto en Consumo Personal (PCE). La serie de Japón excluye alimentos frescos. Para el Reino Unido se emplea el índice armonizado.

3/ La serie de Japón excluye alimentos frescos y energía.

4/ Diferencia entre el último dato disponible de inflación general anual y la meta de inflación.

5/ Diferencia entre la tasa de política monetaria del 1o de octubre y el 29 de diciembre de 2023.

6/ Para la zona del euro se reporta la tasa de depósitos, para Estados Unidos el punto medio del intervalo objetivo y para Japón el límite superior del rango.

7/ Se reporta la diferencia entre el nivel actual de la tasa de política monetaria y el nivel implícito para diciembre del año señalado obtenido con la curva OIS. Esta se construye con el swap de tasa de interés fija por flotante en donde la tasa de interés fija es la tasa de referencia efectiva a un día.

8/ La tasa real ex-ante se calcula como la diferencia entre la tasa de política monetaria y las medianas de las expectativas de inflación para el primer trimestre de 2025 de Bloomberg consultadas durante mayo de 2024. Para la tasa de Estados Unidos se tomó el punto medio del rango objetivo de la tasa de fondos federales, mientras que para la zona del euro se tomó la tasa de depósitos. En la zona del euro la tasa real ex-ante calculada con la tasa de refinanciamiento tiene un valor de 2.4%.

Fuente: Elaborado por Banco de México con datos de Haver Analytics, Bloomberg, bancos centrales y oficinas nacionales de estadística correspondientes.

La Reserva Federal de Estados Unidos, en su reunión de mayo, mantuvo sin cambio su rango objetivo para la tasa de fondos federales por sexta decisión consecutiva. Así, este se ubica entre 5.25 y 5.50%. Dicho Instituto Central reiteró que, al considerar cualquier ajuste al rango objetivo para la tasa de fondos federales, el Comité Federal de Mercado Abierto (*FOMC*) evaluará cuidadosamente la nueva información, la evolución de las perspectivas y el balance de riesgos. Indicó que el *FOMC* considera que los riesgos asociados con el cumplimiento de sus metas de empleo e inflación se han movido hacia un mejor balance. Reiteró que el Comité no espera que sea apropiado reducir el rango objetivo para la tasa de fondos federales hasta que tenga mayor confianza en que la inflación está convergiendo de forma sostenible hacia el 2%. No obstante, enfatizó que se encuentra preparado para ajustar la postura de política monetaria si surgieran riesgos que impidan la realización de sus objetivos. Además, la Reserva Federal continuó con la reducción del tamaño de su hoja de balance. Al respecto, en su comunicado de prensa anunció que, a partir de junio, el Comité comenzará con la desaceleración del ritmo de reducción.⁴

En conferencia de prensa de la decisión de mayo, el presidente de dicha institución comentó que, en lo que va del año, los datos de inflación no les han generado mayor confianza de que la inflación está convergiendo hacia el 2%, detallando que las lecturas de inflación han superado las expectativas. Añadió que es probable que lograr esa mayor confianza lleve más tiempo del previsto y que están dispuestos a mantener el rango objetivo actual de la tasa de interés por el tiempo que sea apropiado. Indicó que también están preparados para responder ante un debilitamiento inesperado del mercado laboral. En la minuta de la reunión de mayo, los participantes reiteraron la incertidumbre sobre la persistencia de la inflación. Además, se menciona que, si bien consideraron que la política monetaria es restrictiva, varios miembros comentaron sobre la incertidumbre respecto del grado de restricción de la misma.

Respecto de los ajustes a los pronósticos del *FOMC*, entre diciembre y marzo la mediana de las

proyecciones de los miembros del Comité sobre la tasa de crecimiento anual del PIB para el cuarto trimestre de 2024 se revisó al alza de 1.4 a 2.1%, de 1.8 a 2.0% para el de 2025 y de 1.9 a 2.0% para el de 2026. La mediana de los pronósticos de la inflación general medida por el deflactor del gasto en consumo personal se mantuvo sin cambio en 2.4% para el cierre de 2024, se revisó ligeramente al alza de 2.1 a 2.2% para el de 2025 y permaneció en 2.0% para el de 2026. La mediana de las expectativas del Comité para la tasa de fondos federales se mantuvo en 4.6% para el cierre de 2024. Sin embargo, algunos miembros revisaron sus estimados al alza. Por otra parte, la expectativa mediana de la tasa de fondos federales se incrementó para el cierre de 2025 de 3.6 a 3.9% y para el de 2026 de 2.9 a 3.1%. A su vez, las expectativas más recientes extraídas de instrumentos financieros sugieren que la tasa de fondos federales se ubicaría en 5.2% al cierre de 2024 y en 4.4% al cierre de 2025.

De igual forma, el Banco Central Europeo (BCE) mantuvo sin cambios sus tasas de referencia en abril por quinta decisión consecutiva. Así, sus tasas de refinanciamiento, de préstamos y de depósitos se ubican en 4.50, 4.75 y 4.00%, respectivamente. El Consejo de Gobierno señaló que considera que las tasas de interés se encuentran en niveles que están contribuyendo de forma sustancial al proceso desinflacionario y reiteró que sus decisiones futuras garantizarán que sus tasas de referencia se mantengan en niveles suficientemente restrictivos durante el tiempo que sea necesario. Agregó que, si las perspectivas de inflación, la dinámica de la inflación subyacente y la fortaleza de la transmisión de la política monetaria aumentan su confianza en que la inflación está convergiendo hacia su objetivo de forma sostenida, sería apropiado reducir el nivel actual de su restricción monetaria. En ese sentido, indicó nuevamente que continuará teniendo un enfoque dependiente de los datos para determinar la duración y el nivel apropiados de dicha restricción y añadió que no se está comprometiendo con una trayectoria de política monetaria en particular. En relación con su Programa de Emergencia por la Pandemia (*PEPP*), el Consejo continuó con la normalización de su hoja de balance y reiteró que

⁴ La Reserva Federal reducirá a partir de junio el límite de amortización mensual de los valores del Tesoro de 60 a 25 mil millones de dólares. Asimismo, el Comité mantendrá en 35 mil millones de dólares el límite

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

prevé concluir las reinversiones de los valores que alcancen su vencimiento y que hayan sido adquiridos bajo el marco de dicho programa a finales de 2024. En su conferencia de prensa, la presidenta de dicha Institución señaló que los descensos de la inflación no serán lineales y que fluctuará alrededor del nivel actual en los próximos meses para posteriormente descender hacia el objetivo de inflación durante 2025. De acuerdo con la minuta de la decisión de abril, el Consejo de Gobierno consideró que sería plausible estar en condiciones de comenzar a moderar la restricción de su política monetaria en su reunión de junio si los datos futuros confirman sus proyecciones de inflación de mediano plazo.

Por su parte, otras economías avanzadas realizaron ajustes en su tasa de referencia. El Banco de Japón aumentó su tasa de referencia de -0.1% a un rango de 0.0 a 0.1% en su reunión de marzo, después de haberla mantenido en niveles negativos por más de ocho años. Este fue el primer aumento de tasa desde 2007. Asimismo, eliminó el control de la curva de rendimientos que mantenía el nivel objetivo de la tasa de interés de los bonos gubernamentales japoneses (*JGBs*) de diez años alrededor del 0%.⁵ En su reunión de abril, mantuvo la tasa de referencia sin cambio. En cambio, Suiza y Suecia, realizaron un recorte de 25 pb en su decisión más reciente, siendo la primera disminución desde 2015 y 2016, respectivamente. Particularmente, el Banco Central de Suecia anunció que, si las perspectivas de inflación se mantienen conforme a lo previsto, esperan dos recortes adicionales a la tasa de referencia durante el segundo semestre del año. Agregó que los ajustes futuros de la política monetaria se realizarán con cautela y con recortes graduales a la tasa de referencia.

Las expectativas de las tasas de referencia de política monetaria extraídas de instrumentos financieros para la mayoría de las principales economías avanzadas se ajustaron al alza en el periodo que se

reporta ante la resiliencia de la actividad económica y la persistencia de la inflación. Lo anterior implicó que la expectativa que se tenía a finales de 2023 de un recorte de al menos 25 puntos base (pb) para el primer o segundo trimestre de 2024 en las tasas de interés implícitas en las curvas de swaps (*OIS*) se retrasara, cuando menos, al tercer trimestre del presente año. Sin embargo, dicho ajuste se ha dado de manera diferenciada entre países. Por ejemplo, mientras que en la zona del euro la expectativa de recorte se pospuso del primer trimestre hacia finales del segundo o principios del tercero, en Estados Unidos pasó del primero hacia finales del cuarto trimestre de 2024 o inicios del primero del 2025.

En las principales economías emergentes, un amplio número de bancos centrales, principalmente de las regiones de América Latina y Europa del Este, recortó sus tasas de interés en sus decisiones más recientes considerando las circunstancias económicas específicas de cada país (Cuadro 2). No obstante, algunos institutos centrales, como los de Chile, Hungría y Brasil, moderaron el ritmo de sus recortes. Además, el Banco Central de República Checa señaló que implementará recortes adicionales con cautela. Algunos institutos centrales mantuvieron sin cambio sus tasas de referencia. En China, luego de que el Banco Central redujera la tasa preferencial de préstamos (*LPR*) a cinco años en 25 pb en febrero, mantuvo sin cambios esa y otras de sus tasas de interés en los meses subsecuentes. Además, continuó implementando medidas alternativas de relajamiento. Los institutos centrales de Rusia y Turquía mantuvieron inalteradas sus respectivas tasas de referencia en sus decisiones más recientes después de aumentarlas en decisiones previas. Por su parte, el Banco Central de Indonesia mantuvo sin cambio su tasa de referencia en su reunión de mayo, luego de haberla aumentado en 25 pb en su decisión de abril.

⁵ En su reunión de marzo el Banco de Japón consideró que el objetivo de inflación de 2.0% podría alcanzarse de forma estable y sostenible hacia el final del periodo de sus proyecciones económicas. Comentó que el esquema de relajamiento monetario cuantitativo y cualitativo (*QQE*) con control de la curva de rendimiento, así como la tasa de interés negativa han cumplido su función. Sin embargo, continuará con las compras de *JGBs* en aproximadamente la misma cantidad que antes y, en caso de un rápido incremento en las tasas de interés de largo plazo, el Banco Central reaccionará ágilmente incrementando el monto de

dichas compras y llevando a cabo operaciones de compra a tasa fija y de suministro de fondos con garantía común. Adicionalmente, suspendió las compras de fondos cotizados en bolsa (*ETF*) y de fideicomisos de inversión inmobiliaria (*J-REITs*). Asimismo, reducirá gradualmente el monto de compras de papel comercial (*CP*) y bonos corporativos para suspender las compras en alrededor de un año. Finalmente, indicó que otorgará préstamos bajo varios de sus programas de provisión de fondos con una tasa de interés de 0.1% y una duración de un año.

Cuadro 2
Economías emergentes: indicadores de política monetaria e inflación

País	Meta de inflación ^{1/}	Último dato de inflación general anual	Último dato de inflación subyacente anual	Brecha de inflación general actual ^{2/}	Cambio	Cambio Acum.	TPM actual	Tasa real ex-ante actual ^{5/}
					Acum. Neto en la TPM durante el 4T-2023 ^{3/}	Neto en la TPM de inicios del 1T-24 a la fecha ^{4/}		
	Por ciento			Puntos porcentuales	Puntos base		Por ciento	
Turquía	5.00	69.80	76.28	64.80	1250	750	50.00	15.40
Rusia	4.00	7.82	8.27	3.82	300	0	16.00	11.10
México ^{6/}	3.00	4.78	4.31	1.78	0	-25	11.00	7.20
Colombia	3.00	7.17	6.37	4.17	-25	-125	11.75	7.05
Brasil	3.00	3.69	3.83	0.69	-100	-125	10.50	6.99
Sudáfrica ^{7/}	4.50	5.21	4.57	0.71	0	0	8.25	3.55
Indonesia	2.50	3.00	1.82	0.50	25	25	6.25	3.25
Perú ^{8/}	2.00	2.42	3.01	0.42	-75	-100	5.75	3.25
Hungría	3.00	3.67	4.06	0.67	-225	-350	7.25	3.12
Rep. Checa	2.00	2.85	1.86	0.85	-25	-150	5.25	3.10
Filipinas	3.00	3.80	3.22	0.80	25	0	6.50	2.90
Chile	3.00	3.97	3.52	0.97	-125	-225	6.00	2.70
India	4.00	4.83	3.21	0.83	0	0	6.50	1.82
Tailandia	2.00	0.19	0.37	-1.81	0	0	2.50	0.49
Polonia	2.50	2.40	4.10	-0.10	-25	0	5.75	0.45
Malasia	-	1.85	1.87	-	0	0	3.00	0.45

1/ Como meta de inflación se utiliza el objetivo puntual (Rusia), el punto medio del rango de tolerancia (Tailandia, Sudáfrica y Perú) o del intervalo de variabilidad (Indonesia, India, Filipinas, Polonia, Rep.Checa, Turquía, Hungría, Chile, Brasil, Colombia y México) definido por los bancos centrales.

2/ Diferencia entre el último dato de inflación general anual disponible y la meta de inflación.

3/ Diferencia entre la tasa de política monetaria del 1ro. de octubre y el 29 de diciembre de 2023.

4/ Diferencia entre la tasa de política monetaria actual y la del 29 de diciembre de 2023.

5/ Para el cálculo de las tasas reales ex-ante se utilizan las medianas de las expectativas de inflación para el primer trimestre de 2025 de Bloomberg consultadas durante mayo de 2024. Para fines de comparación en este cuadro se utilizó también la mediana de la encuesta de Bloomberg para el caso de México. Así, tomando en consideración que la muestra de analistas difiere entre la Encuesta de Bloomberg y la Encuesta Sobre las Expectativas de los Especialistas en Economía del Sector Privado de Banco de México, el cálculo de la tasa real ex-ante también podría diferir.

6/ Cifras de inflación correspondientes a la primera quincena de mayo.

7/ Se reporta la inflación del "CPI for All Urban Areas".

8/ Para la inflación subyacente se utiliza la serie "IPC Sin Alimentos y Energía" que reporta el Banco Central de Reserva del Perú.

Fuente: Bloomberg, bancos centrales y oficinas nacionales de estadística correspondientes.

En cuanto a los mercados financieros internacionales, durante el primer trimestre del año se observó cierta estabilidad en las condiciones financieras mundiales. No obstante, durante abril de 2024 se presentó un apretamiento en las condiciones financieras. Ello asociado con la amenaza de un escalamiento del conflicto geopolítico en el Medio Oriente y con la expectativa de una postura monetaria más restrictiva de lo que se anticipaba previamente. Esto último debido a que en Estados Unidos algunos indicadores del mercado laboral sugirieron mayor fortaleza a la anticipada y una inflación más persistente a la prevista. Más recientemente, en mayo, ante datos en la dirección opuesta, se observó una mejora en las condiciones financieras que contrarrestó el apretamiento registrado en abril (Gráfica 21).

En este contexto, en las economías avanzadas las tasas de interés de mediano y largo plazo de los bonos gubernamentales mostraron aumentos moderados respecto de inicios del año. Por su parte, la pendiente de la curva de rendimientos en Estados Unidos (definida como el diferencial entre las tasas de bonos gubernamentales de 10 y 2 años) continuó invertida en una magnitud similar a la que se observaba a principios del primer trimestre (Gráfica 22).

Gráfica 21
Índice de condiciones financieras globales
Índice

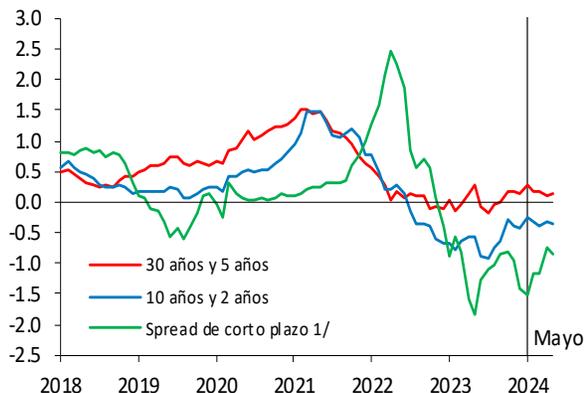


Nota: La línea vertical indica el inicio del 1T-24.

Fuente: Goldman Sachs.

Gráfica 22

EUA: diferencia en el rendimiento de los bonos del tesoro
En puntos porcentuales



Nota: Promedio mensual de datos diarios. La línea vertical indica el inicio del 1T-24.

1/ Se refiere a la diferencia entre la tasa forward de 3 meses para 6 trimestres adelante menos la tasa de 3 meses actual, siguiendo la metodología utilizada en Favara et al. (2016) "Recession Risk and the Excess Bond Premium", FEDS Notes.

Fuente: Elaborado por Banco de México con datos de la Reserva Federal de San Luis (FRED).

Respecto de los mercados cambiarios, durante el periodo que cubre este informe, el dólar estadounidense se apreció en relación con las divisas de la mayoría de las principales economías avanzadas. Los índices accionarios de este grupo de economías mostraron una tendencia favorable (Cuadro 3). No obstante, en abril del presente año estos presentaron disminuciones que revirtieron parcialmente los avances del primer trimestre.

Por su parte, en las principales economías emergentes, en respuesta a la situación financiera mundial descrita, después de un inicio del año relativamente estable, las condiciones financieras en estos países se deterioraron durante abril del presente año. No obstante, en semanas recientes dicho deterioro se revirtió en la mayoría de los países. Las tasas de interés de bonos gubernamentales de 10 años mostraron aumentos respecto de los niveles observados a principios de este año (Cuadro 3). Las divisas de este grupo de países se han depreciado al comparar los niveles actuales con los de enero de 2024 (Gráfica 23). Los mercados accionarios de estas economías mostraron, en general, un desempeño positivo a lo largo del periodo que se reporta. En cuanto a los flujos de capital, a partir de inicio del año se observó un aumento en flujos hacia estas

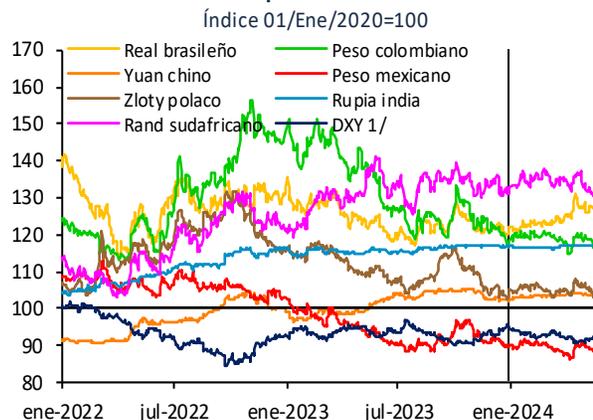
economías en el agregado de economías emergentes (Gráfica 24). Los flujos mostraron un comportamiento diferenciado entre clases de activos. En general, se registraron entradas netas acumuladas de activos de renta variable y salidas ligeras de los de renta fija.

Cuadro 3
Economías avanzadas y emergentes: desempeño de activos del 29 de diciembre de 2023 al 27 de mayo de 2024
Porcentaje y puntos base

	País	Divisas	Bolsas	Tasas de	Tasas de	CDS
				interés 2A	interés 10A	
Eco. Avanzadas	Estados Unidos	3.2%	11.2%	70	59	-5
	Zona del euro	-1.7%	9.0%	64	53	ND
	Reino Unido	0.3%	7.6%	54	73	-11
	Japón	-11.2%	16.2%	29.6	41.1	-3
	Canadá	-2.9%	6.8%	37	51	-6
América Latina	México	1.8%	-3.4%	70	80	5
	Brasil	-6.5%	-7.2%	115	136	14
	Chile	-2.5%	9.9%	-132	55	3
	Colombia	-0.5%	18.3%	-30	103	37
	Perú	-1.1%	17.0%	-11	37	5
Europa	Rusia	0.5%	6.5%	188	281	ND
	Polonia	0.4%	11.7%	29	61	4
	Turquía	-9.0%	42.7%	516	243	-17
	Rep. Checa	-1.7%	9.5%	-49	51	-5
	Hungría	-2.0%	15.1%	87	111	-21
Asia	China	-2.0%	5.0%	-38	-25	0
	Malasia	-2.2%	11.2%	9	17	3
	India	0.1%	4.4%	-5	-14	2
	Filipinas	-4.9%	1.9%	34	69	1
	Tailandia	-7.3%	-3.5%	6	13	1
	Indonesia	-4.4%	-1.3%	22	45	0
África	Sudáfrica	0.0%	2.6%	46	73	22

Nota: Las tasas de interés corresponden a los bonos gubernamentales en los plazos especificados, con excepción de Hungría, donde se utiliza la tasa del bono de 3 años y de Filipinas y Sudáfrica para los cuales se usa la tasa swap a 2 años. Los valores negativos en la divisas indican depreciación frente al dólar. Para Estados Unidos se muestra el índice DXY, para el cual un valor positivo indica apreciación del dólar frente a una canasta de divisas. El dato del CDS de Rusia está discontinuado y para la zona del euro no se emite para el agregado de esa región.
Fuente: Bloomberg.

Gráfica 23
Índice DXY y tipo de cambio de economías emergentes respecto al dólar

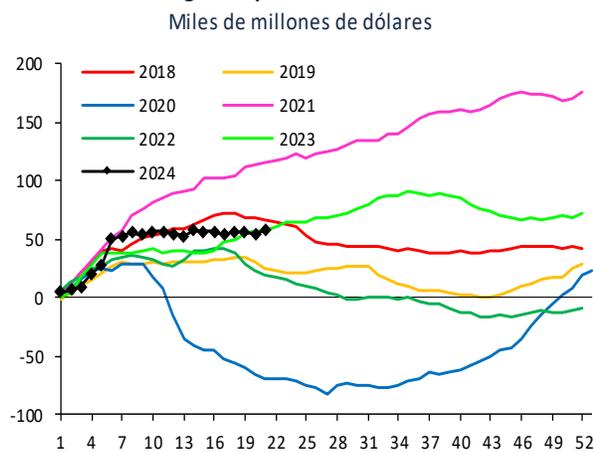


Nota: Se invirtió la escala del índice DXY. Un movimiento hacia arriba representa una depreciación para todas las series en la gráfica. La línea vertical indica el inicio del 1T-24.

1/ DXY: Índice del dólar estadounidense calculado por el Intercontinental Exchange (ICE) como un promedio ponderado del tipo de cambio nominal de seis divisas: euro, yen japonés, libra esterlina, dólar canadiense, corona sueca y franco suizo.

Fuente: Bloomberg.

Gráfica 24
Flujos acumulados de fondos dedicados a economías emergentes por semanas del año^{1/}



1/ La muestra cubre fondos utilizados para la compra-venta de acciones y bonos de países emergentes, registrados en países avanzados. Los flujos excluyen el desempeño de la cartera y variaciones en el tipo de cambio.

Fuente: Emerging Portfolio Fund Research.

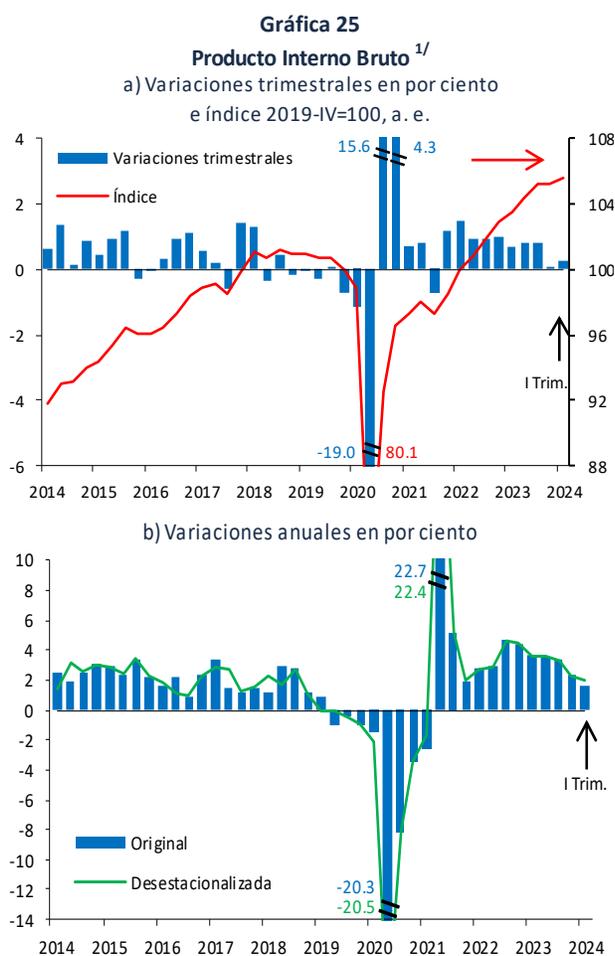
De esta manera, en adición a los riesgos mencionados para el crecimiento y la inflación mundial en secciones previas de este Informe, persisten otros factores de riesgo para los mercados financieros internacionales. Entre ellos destacan: i) que la persistencia de la inflación derive en un mayor apretamiento monetario y este, a su vez, en mayor estrés y vulnerabilidades en el sistema financiero, particularmente para instituciones con exceso de apalancamiento, riesgo de crédito o mayor exposición a tasas de interés; ii) que ante un posible episodio de estrés en el sector financiero de alguna economía de importancia sistémica, este conduzca a un fuerte apretamiento de las condiciones financieras mundiales; iii) una corrección abrupta y desordenada en la valuación de algunos activos

financieros que pudiera generar salidas de flujos de capital de las economías emergentes; iv) los elevados niveles de endeudamiento del sector privado y público en algunas economías, que pudieran resultar en problemas de sostenibilidad de la deuda ante un mayor apretamiento de las condiciones financieras y de otorgamiento de crédito y; v) que los conflictos geopolíticos se exacerben y aumenten la aversión al riesgo en los mercados financieros internacionales. En el mediano plazo, continúan aquellos riesgos asociados con condiciones climáticas más extremas y pérdida de biodiversidad que pudieran tener implicaciones negativas tanto para la actividad económica, la formación de precios y la estabilidad del sistema financiero.

3. Entorno económico y financiero en México

3.1. Actividad económica

En el primer trimestre del año la actividad económica nacional exhibió un bajo dinamismo, luego del estancamiento observado en el último trimestre de 2023. En el periodo enero-marzo de 2024, el PIB creció 0.28% a tasa trimestral desestacionalizada (aumento anual de 1.6% con series originales y de 1.9% con cifras ajustadas por estacionalidad). Este avance de la actividad económica se presentó después de variaciones respectivas de 0.67, 0.83, 0.80 y 0.01% en los cuatro trimestres de 2023 (Gráfica 25).⁶



a. e. /Serie con ajuste estacional.

1/ Se acotó la escala vertical de las gráficas para facilitar su lectura.

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

La actividad económica mostró un comportamiento diferenciado a lo largo del trimestre (Gráfica 26). En enero se registró una importante contracción económica como resultado de marcadas disminuciones de las actividades primarias y terciarias. Posteriormente, en febrero y marzo las actividades terciarias exhibieron un mejor desempeño, de modo que, para el primer trimestre en su conjunto, crecieron 0.64%. Asimismo, en febrero y marzo las actividades primarias se recuperaron y se ubicaron en niveles que más que revirtieron la caída de enero. En el primer trimestre en su conjunto estas actividades aumentaron 1.70%. Por su parte, la actividad industrial permaneció débil a lo largo del periodo y retrocedió 0.48% respecto del cuarto trimestre de 2023 (Gráfica 27a). En mayor detalle:

- i. En el trimestre enero-marzo de 2024, la fabricación de equipo de transporte se contrajo por segundo trimestre consecutivo (Gráfica 27b). Dicho comportamiento fue reflejo, en parte, de menores niveles de producción de vehículos ligeros respecto de lo observado en el cuarto trimestre de 2023 (Gráfica 27c). En abril, se presentó un repunte en la fabricación de vehículos ligeros, lo que se espera se traduzca en un mejor desempeño del sector de fabricación de equipo de transporte en el segundo trimestre del año. Por su parte, el agregado del resto de la producción manufacturera continuó exhibiendo atonía. Ello podría relacionarse, en parte, con la debilidad de la actividad manufacturera de Estados Unidos, dada la alta integración en las cadenas regionales de producción. En el interior de las manufacturas sin equipo de transporte, se registró un comportamiento heterogéneo entre sus subsectores. Las contribuciones negativas más relevantes en el trimestre correspondieron a la industria alimentaria; a la fabricación de equipo de generación eléctrica; y a la fabricación de equipo de computación, comunicación, medición y otros. En contraste, los subsectores con las

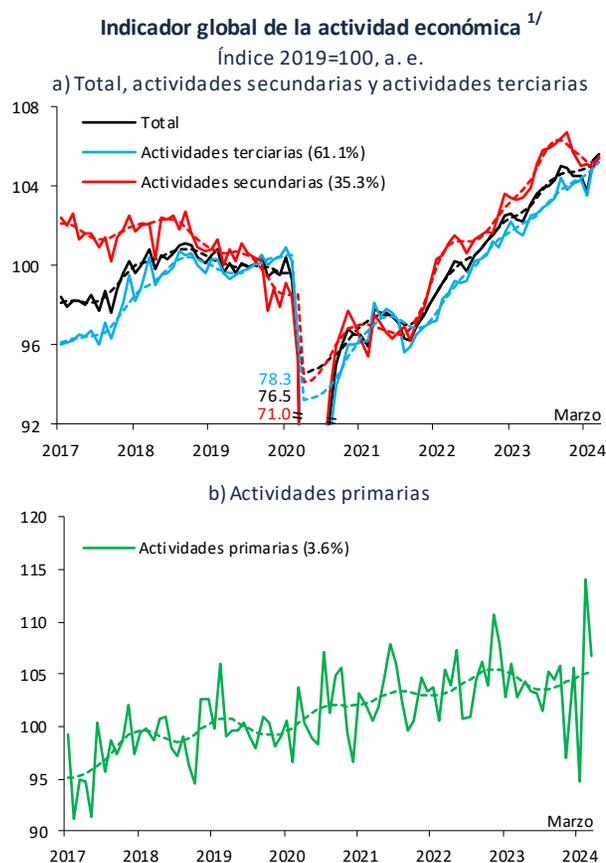
⁶ El crecimiento anual en 2023 fue de 3.2% tanto con cifras originales como con series ajustadas por estacionalidad.

contribuciones positivas más importantes fueron la fabricación de productos derivados del petróleo y del carbón; la industria química; y la industria de las bebidas y del tabaco.

- ii. En el primer trimestre del año, la actividad en construcción se mantuvo en niveles elevados, aunque por debajo de los del trimestre previo. En su interior, la edificación y los trabajos especializados disminuyeron respecto del trimestre anterior, en tanto que las obras de ingeniería civil continuaron expandiéndose (Gráfica 27d). Esto último estuvo asociado, en parte, con el avance que han seguido mostrando diversos proyectos de infraestructura pública.
- iii. En el lapso enero-marzo de 2024, el sector de electricidad, agua y gas permaneció en niveles bajos, al tiempo que la minería acentuó su débil desempeño. Respecto de esta última, la extracción de petróleo y gas retrocedió y mantuvo una trayectoria a la baja, en tanto que los servicios relacionados con la minería y el subsector de minería de minerales metálicos y no metálicos se expandieron en el trimestre (Gráficas 27e y 27f).
- iv. No obstante la fuerte contracción mensual registrada en enero, en el periodo enero-marzo de 2024, las actividades terciarias crecieron respecto del cuarto trimestre de 2023 (Gráfica 28). En su interior, los sectores de servicios presentaron un comportamiento heterogéneo. En particular, el comercio al por menor, los servicios de transporte, correo y almacenamiento y, en menor medida, los servicios de información en medios masivos y los servicios financieros y de seguros fueron los que más contribuyeron al avance trimestral del agregado de servicios. Los servicios de apoyo a los negocios y el comercio al por mayor retrocedieron en el periodo, en ambos casos posiblemente relacionado con la debilidad exhibida por la producción industrial. A su vez, servicios asociados con el consumo, como los de alojamiento temporal y de preparación de alimentos y los de esparcimiento, disminuyeron.
- v. En el primer mes de 2024, las actividades primarias se contrajeron de manera

significativa, con lo que se acentuó la atonía observada en 2023. Lo anterior fue resultado, en parte, de reducciones en la producción de diversos cultivos, tales como el maíz en grano, caña de azúcar, jitomate y aguacate. Ello en un contexto de persistentes condiciones de sequía en diversas regiones de producción agrícola y un relativamente bajo nivel de almacenamiento en las presas de uso agrícola (Gráficas 29 y 30). Posteriormente, en febrero y marzo las actividades agropecuarias repuntaron y se situaron en niveles elevados, por lo que el nivel de actividad promedio en el primer trimestre fue mayor al del cuarto trimestre de 2023 (Gráfica 26b). Sin embargo, aún prevalecen condiciones climáticas adversas.

Gráfica 26

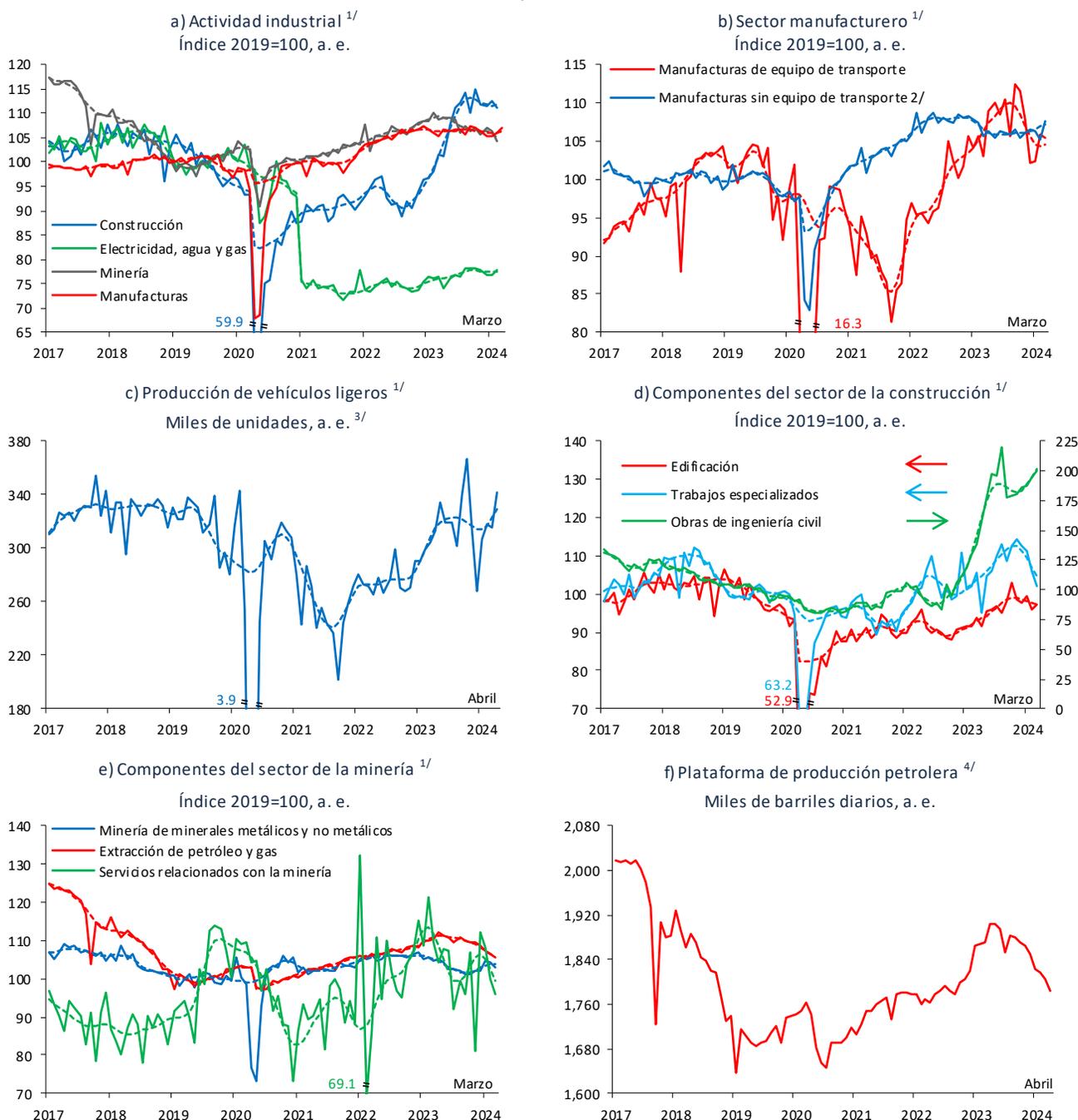


a. e. / Serie con ajuste estacional y serie de tendencia. La primera se representa con la línea sólida y la segunda con la punteada.

1/ Se reporta entre paréntesis la participación porcentual estimada de cada sector en el IGAE Total en 2023. Se acotó la escala vertical de algunas gráficas para facilitar su lectura.

Fuente: Sistema de Cuentas Nacionales de México, INEGI.

Gráfica 27
Indicadores de producción industrial



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

1/ Se acotó la escala vertical de la gráfica para facilitar su lectura.

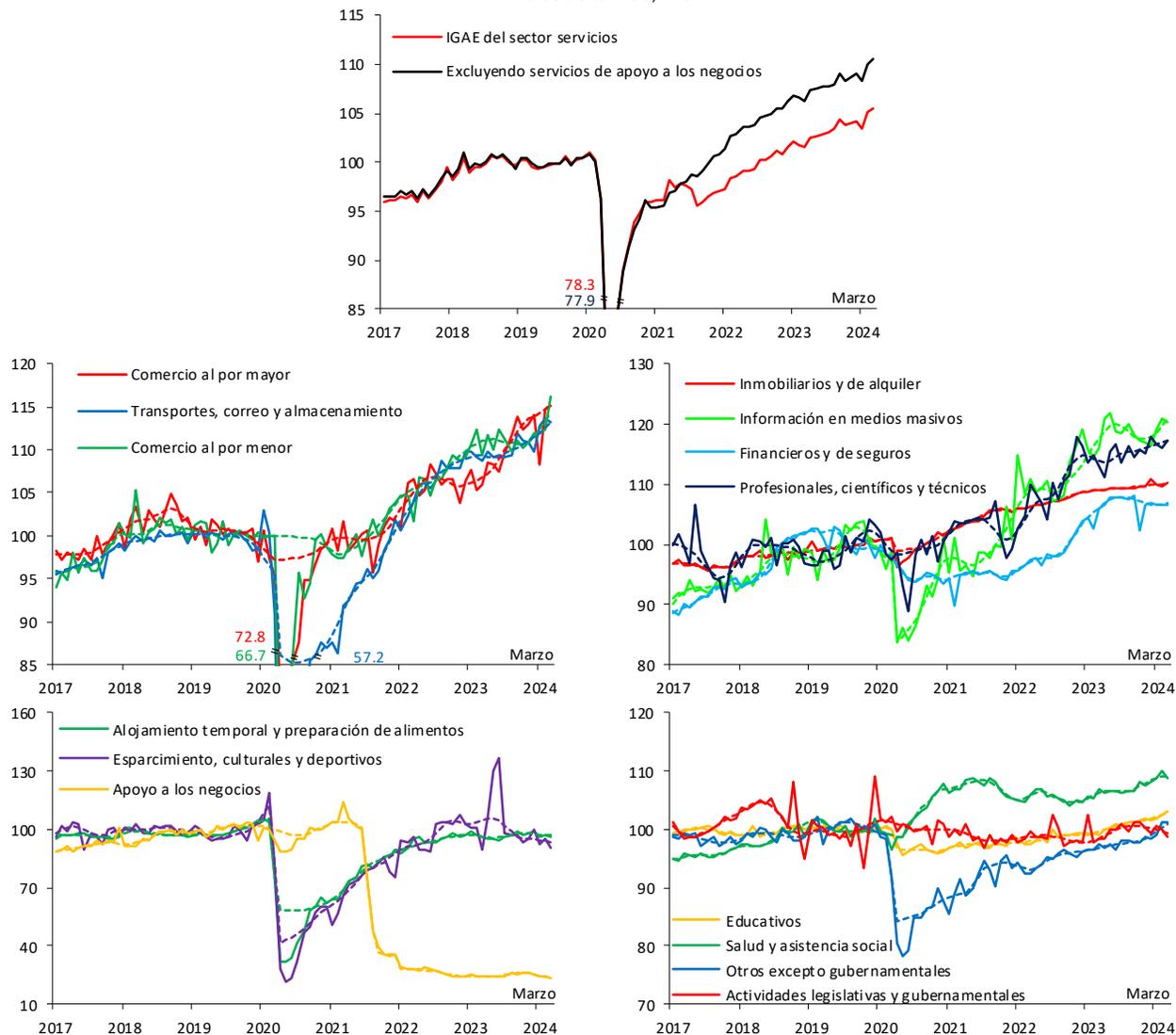
2/ Elaboración y desestacionalización del Banco de México con información de INEGI.

3/ Desestacionalización del Banco de México con datos del Registro Administrativo de la Ind. Automotriz de Vehículos Ligeros, INEGI.

4/ Desestacionalización del Banco de México con cifras de la Base de Datos Institucional de Pemex.

Fuente: Indicador Mensual de la Actividad Industrial, Sistema de Cuentas Nacionales de México (SCNM), Registro Administrativo de la Industria Automotriz de Vehículos Ligeros, INEGI y Pemex.

Gráfica 28
IGAE de actividades terciarias ^{1/}
 Índice 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.

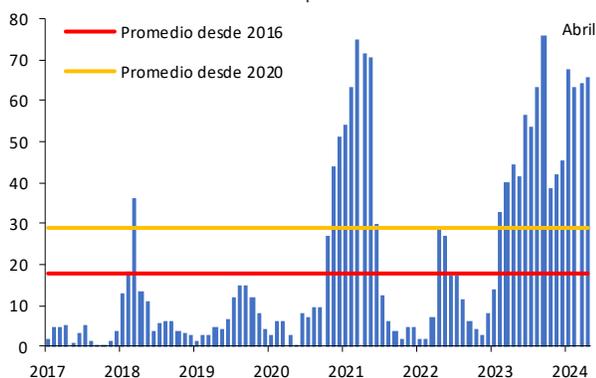
1/ Se acotó la escala vertical de algunas gráficas para facilitar su lectura.

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

Por el lado de la demanda, a principios de 2024 el consumo continuó desacelerándose, al tiempo que la inversión permaneció en niveles elevados, si bien con la atonía que ha venido observándose desde el tercer trimestre del año. En cuanto a la demanda externa, la evolución del valor de las exportaciones en el primer trimestre del año mostró una modesta mejoría.

En el primer bimestre de 2024, el consumo privado mantuvo una tendencia al alza, si bien con un menor dinamismo al exhibido en meses anteriores (Gráfica 31a). El consumo de bienes de origen nacional presentó cierta trayectoria a la baja. En contraste, el rubro de bienes de origen importado siguió mostrando dinamismo, al tiempo que el consumo de servicios continuó reactivándose respecto del estancamiento registrado en el cuarto trimestre de 2023.

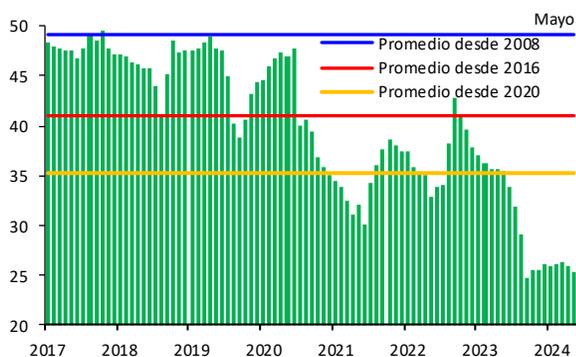
Gráfica 29
Porcentaje de la producción agrícola nacional
con exposición a la sequía ^{1/}
 Cifras en por ciento



1/ Corresponde al porcentaje de la producción agrícola nacional que se lleva a cabo en municipios con condiciones de sequía severa, extrema o excepcional. Dicho porcentaje considera la participación de cada municipio en la producción de cada cultivo en el periodo 2003-2022. Para el cálculo, ver el Reporte sobre las economías regionales, julio-septiembre 2023, Banco de México, p. 32.

Fuente: Elaboración del Banco de México con base en datos del Servicio de Información Agroalimentaria y Pesquera (SIAP) y CONAGUA.

Gráfica 30
Almacenamiento de agua en presas de uso agrícola ^{1/}
 Por ciento; a. e.



a. e. / Serie con ajuste estacional.

1/ Cifras al 20 de mayo de 2024.

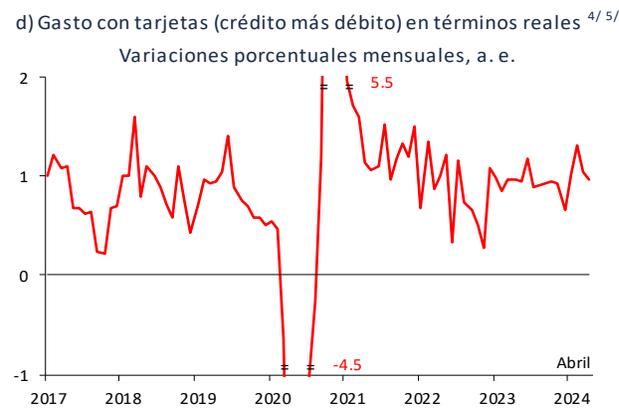
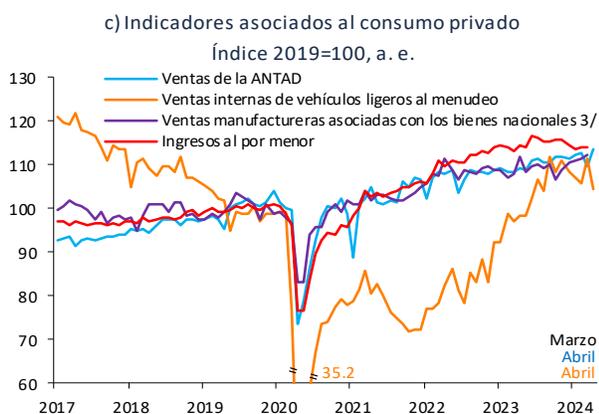
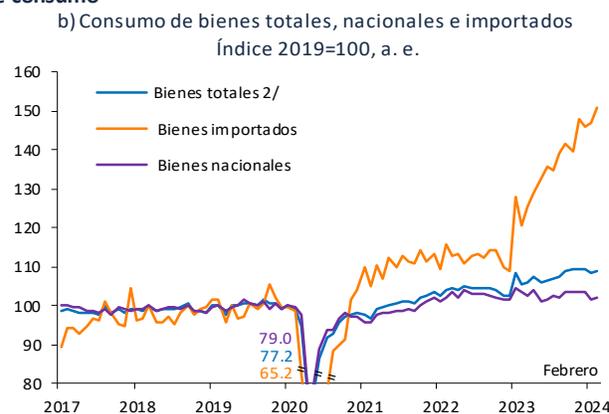
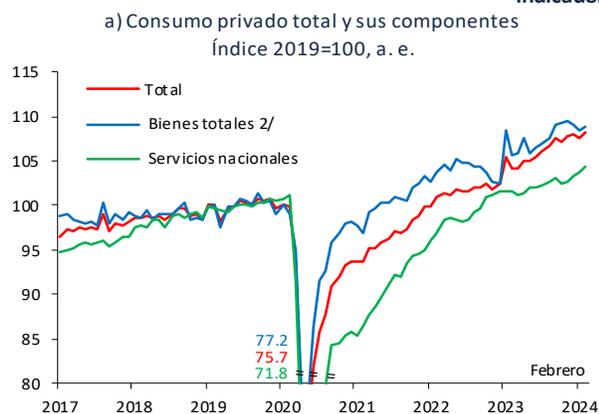
Fuente: Elaboración y desestacionalización del Banco de México con información del Servicio Meteorológico Nacional, CONAGUA.

Algunos indicadores relacionados con el consumo privado en el mercado nacional presentaron un comportamiento diferenciado en los primeros meses de 2024 (Gráficas 31b y 31c). En el periodo enero-marzo las ventas de las industrias manufactureras volvieron a mostrar dinamismo, luego de haberse contraído en los últimos dos trimestres de 2023. El gasto con tarjetas de crédito y débito en términos reales siguió presentando un importante ritmo de expansión en los primeros cuatro meses del año. En contraste, los ingresos en empresas comerciales al por menor disminuyeron respecto del cuarto trimestre de 2023. A su vez, en el periodo enero-abril las ventas de la ANTAD mantuvieron cierta tendencia al alza, aunque con alta variabilidad en su comportamiento mensual. Por su parte, en los primeros cuatro meses de 2024 las ventas mensuales de vehículos ligeros se ubicaron en promedio en un nivel inferior al del último trimestre de 2023.

En relación con algunos determinantes del consumo, en el periodo enero-marzo de 2024 la masa salarial real creció respecto del cuarto trimestre de 2023 como resultado de un aumento en la población ocupada remunerada, toda vez que las remuneraciones medias reales fueron similares a las del trimestre anterior (Gráfica 32a). Por su parte, en el periodo enero-abril de 2024, la confianza del consumidor permaneció en niveles históricamente elevados (Gráfica 32b). A su vez, en el primer trimestre del año y con series ajustadas por estacionalidad, los ingresos en dólares por remesas disminuyeron ligeramente respecto del trimestre previo. En pesos constantes siguieron cayendo derivado, principalmente, del menor tipo de cambio promedio que el peso registró frente al dólar respecto del nivel medio del trimestre previo (Gráfica 32c). Finalmente, en el primer trimestre del año el crédito de la banca comercial continuó exhibiendo elevadas tasas de crecimiento, aunque más moderadas que las observadas en trimestres anteriores (ver Sección 3.3).

Gráfica 31

Indicadores de consumo ^{1/}



a. e. /Serie con ajuste estacional.

1/ Se acotó la escala vertical de las gráficas para facilitar su lectura.

2/ Incluye bienes nacionales e importados. Cálculo y desestacionalización del Banco de México.

3/ Se refiere a las ventas de la Encuesta Mensual de la Industria Manufacturera (EMIM) relacionadas con el consumo privado de bienes. Cálculo del Banco de México.

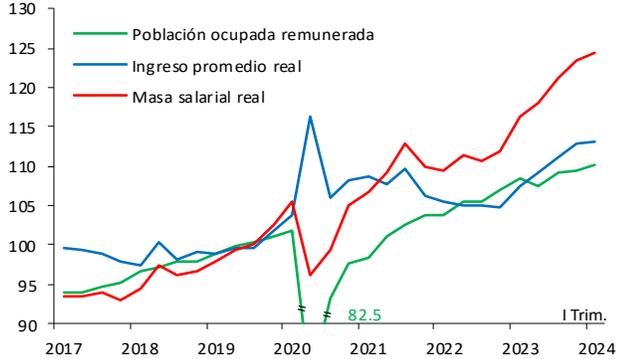
4/ Gasto mensual deflactado con el INPC. En enero de 2023 se modificó la metodología en la medición de esta variable, agregando instituciones que antes no reportaban, así como mejoras en los filtros que aseguran la calidad de la información. La serie que se muestra se retropoló de enero de 2017 a diciembre de 2022 encadenando con base en el cociente entre los datos correspondientes a diciembre de 2022 de ambas metodologías.

5/ Promedio móvil de seis meses.

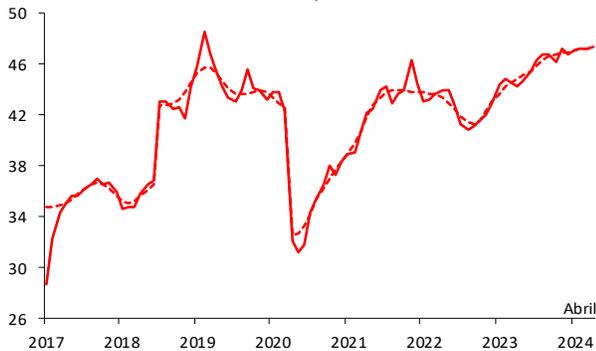
Fuente: a) Sistema de Cuentas Nacionales de México (SCNM), INEGI. b) Elaboración del Banco de México con información del SCNM, INEGI. c) Elaboración del Banco de México con base en información de la Asociación Nacional de Tiendas de Autoservicio y Departamentales (ANTAD), de la Encuesta Mensual sobre Empresas Comerciales (EMEC), del Banco de México con información de la Encuesta Mensual de la Industria Manufacturera (EMIM) y del Registro Administrativo de la Industria Automotriz de Vehículos Ligeros, INEGI. Desestacionalización de las ventas reales de la ANTAD, de las ventas internas de vehículos ligeros al menudeo y de las ventas de la EMIM por Banco de México. d) Elaboración del Banco de México con información del Banco de México e INEGI.

Gráfica 32
Determinantes del consumo

a) Masa salarial real total ^{1/}
Índice 2019=100, a. e.

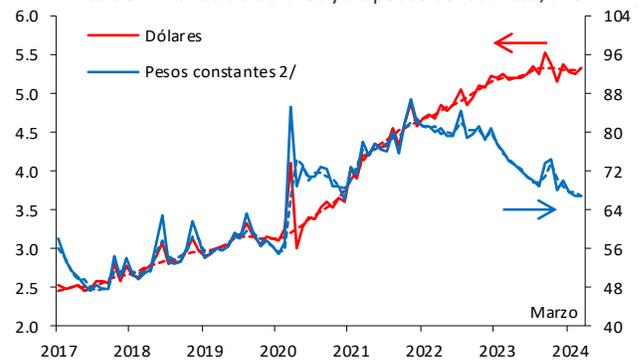


b) Indicador de confianza del consumidor
Balance de respuestas, a. e.



c) Remesas

Miles de millones de dólares y de pesos constantes, 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. En la gráfica a) solo se muestra la serie desestacionalizada.

1 / Cálculos a partir de las cifras de la ETOE de abril a junio de 2020 y de la ENOE, INEGI. Se acotó la escala vertical de la gráfica para facilitar su lectura.

2/ A precios de la segunda quincena de julio de 2018.

Fuente: a) Elaboración del Banco de México con información de la Encuesta Nacional de Ocupación y Empleo (ENOE), INEGI. b) Encuesta Nacional sobre la Confianza del Consumidor (ENCO), INEGI y Banco de México. c) Elaboración del Banco de México con información de Banco de México e INEGI.

En el periodo enero-febrero de 2024, la inversión fija bruta mantuvo la atonía que comenzó a observarse en el tercer trimestre de 2023, si bien permaneció en niveles altos (Gráfica 33a). En su interior, el gasto en construcción disminuyó, aunque siguió ubicándose en niveles elevados. En cambio, la inversión en maquinaria y equipo revirtió la caída reportada al cierre de 2023.

- i. Respecto del gasto en construcción, en el primer bimestre de 2024 el rubro no residencial exhibió cierto estancamiento, aunque permaneció en niveles elevados. Por su parte, el rubro residencial continuó mostrando un débil desempeño, permaneciendo por debajo de los niveles previos a la pandemia (Gráfica 33b). Por sector institucional contratante, la construcción formal solicitada por el sector público se mantuvo en niveles históricamente altos, no obstante que registró una disminución en el primer trimestre de 2024. En cuanto a la obra contratada por el sector privado, en el periodo que se reporta se acentuó la trayectoria a la baja que comenzó a observarse desde finales de 2023. En su interior, tanto la construcción privada sin vivienda como la edificación de vivienda presentaron un débil desempeño (Gráfica 33c).
- ii. En el bimestre enero-febrero de 2024, el gasto en maquinaria y equipo permaneció en niveles elevados. El agregado que excluye el equipo de transporte mostró atonía. A su vez, el gasto en equipo de transporte presentó una reactivación, impulsada por el componente de origen importado (Gráfica 33d). Las cifras de importaciones de bienes de capital sugieren que en el primer trimestre de 2024 el gasto en maquinaria y equipo habría moderado su ritmo de crecimiento respecto del observado a finales de 2023.

En cuanto a la demanda externa, en términos desestacionalizados en el periodo enero-abril de 2024 el valor promedio en dólares de las exportaciones manufactureras registró una modesta

mejoría respecto del cuarto trimestre de 2023 (Gráfica 34).⁷ Ello fue resultado de una reactivación del rubro no automotriz en relación con la debilidad observada durante la segunda mitad de 2023. En cambio, las exportaciones automotrices exhibieron un incipiente cambio de tendencia a la baja. A partir de las estimaciones de índices de valor unitario y de volumen implícito, se infiere que el aumento de las exportaciones de bienes no petroleros en el primer trimestre se habría derivado de un alza del volumen, toda vez que el precio estimado de estos bienes registró un descenso moderado (Gráfica 36a).

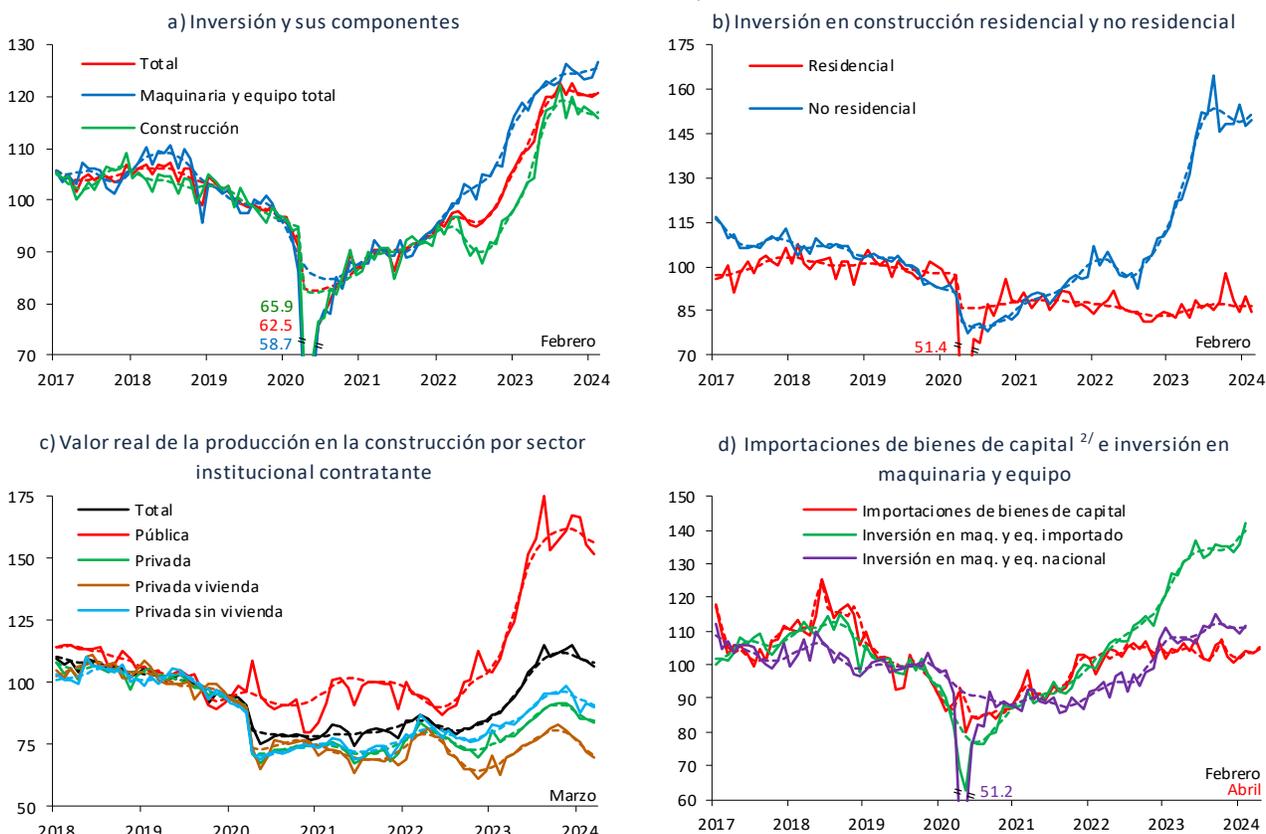
A su vez, en el primer trimestre del año e inicios del cuarto el valor de las exportaciones petroleras se contrajo como resultado de reducciones tanto en su volumen como en su valor unitario respecto del último trimestre de 2023, siendo más pronunciada la caída de este último. En el caso particular de las exportaciones de petróleo crudo, en el primer cuatrimestre del año el valor exportado de este bien disminuyó como reflejo de caídas en la plataforma de exportación y en su precio (Gráfica 34d). Al respecto, ante la mayor producción de crudo destinada para refinación interna, los volúmenes de petróleo crudo para exportación se redujeron en marzo y abril de 2024 a niveles no observados desde 1981.

En el periodo enero-abril de 2024, el valor promedio de las importaciones no petroleras se incrementó en relación con el cuarto trimestre de 2023 como resultado de avances en las compras al exterior de bienes de consumo, intermedios y de capital (Gráfica 35). A su vez, en ese periodo, el valor de los bienes petroleros de importación mostró un alza respecto del último trimestre del año previo. Las estimaciones de índices de valor unitario y de volumen implícito indican que el mayor valor de las importaciones no petroleras en el primer trimestre fue resultado de crecimientos tanto en sus precios estimados como en la cantidad importada (Gráfica 36b). Por su parte, el mayor valor de los bienes petroleros de importación en el primer trimestre fue reflejo de un aumento en su precio estimado, toda vez que su volumen retrocedió (Gráfica 36e).

⁷ Se refiere al valor de las exportaciones e importaciones de mercancías en dólares corrientes. Dicho valor difiere del reportado para las exportaciones de bienes en el Sistema de Cuentas Nacionales de México, toda vez que este último representa el valor medido en pesos

constantes, de modo que los deflatores implícitos necesarios para su cálculo podrían conducir a diferencias respecto de lo que se deriva del análisis de los valores nominales en dólares.

Gráfica 33
Indicadores de inversión^{1/}
 Índice 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/ Se acotó la escala vertical de algunas gráficas para facilitar su lectura.

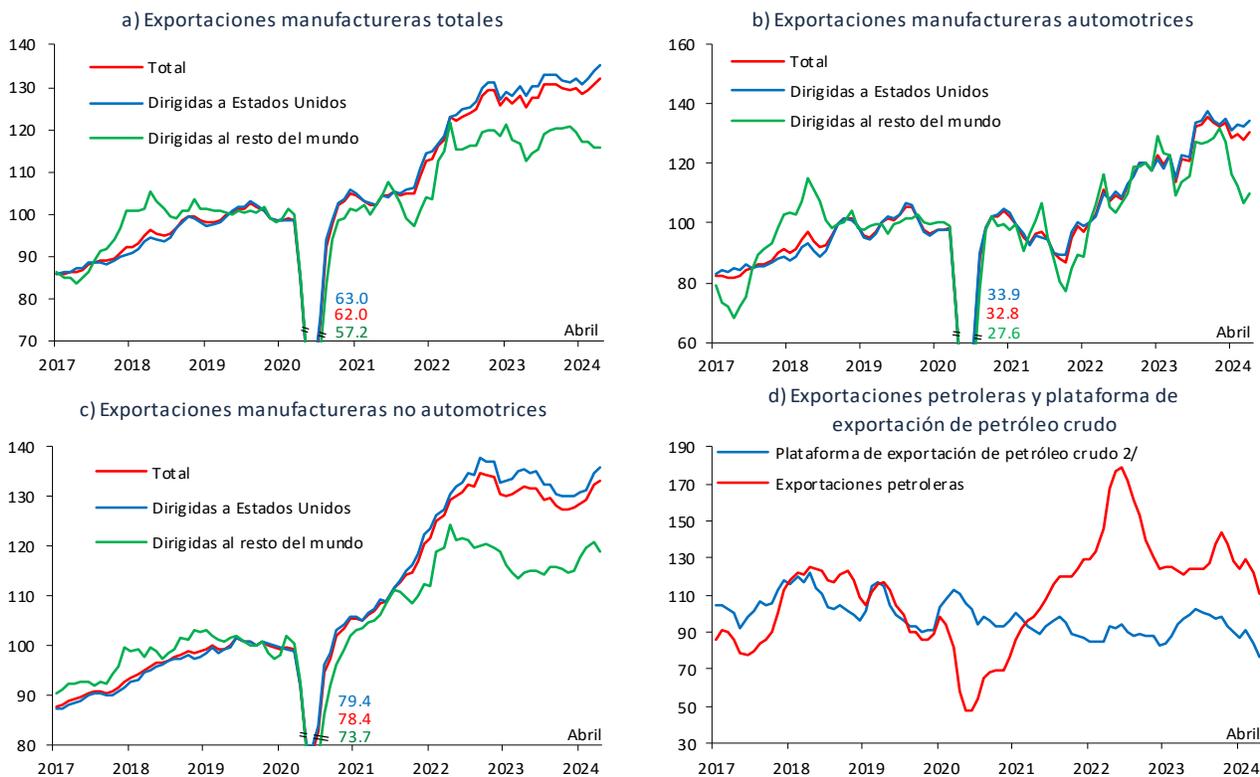
2/ Cifras en pesos reales deflactadas con el INPC.

Fuente: a) y b) Sistema de Cuentas Nacionales de México (SCNM), INEGI. c) Elaboración del Banco de México con información de la Encuesta Nacional de Empresas Constructoras (ENEC), INEGI. Desestacionalización del Banco de México, excepto para la serie del total. d) SAT, SE, Banco de México e INEGI. Balanza Comercial de Mercancías de México. SNIEG. Información de Interés Nacional y Sistema de Cuentas Nacionales de México (SCNM), INEGI.

Gráfica 34

Exportaciones de México ^{1/}

Índice 2019=100, promedio móvil de tres meses, a. e.



a. e. / Cifras con ajuste estacional.

1/ A partir de cifras en dólares corrientes. Se acotó la escala vertical de algunas gráficas para facilitar su lectura.

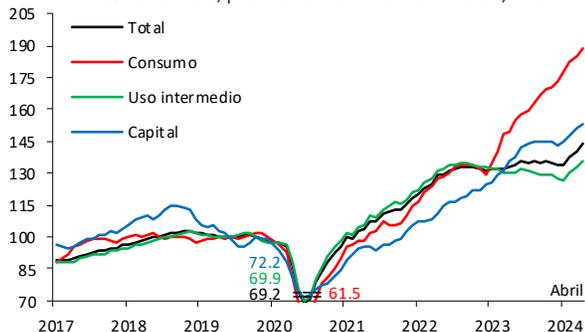
2/ A partir de información en barriles diarios.

Fuente: Elaboración del Banco de México con base en PMI Comercio Internacional, S.A. de C.V., SAT, SE, Banco de México e INEGI. Balanza Comercial de Mercancías de México. SNIEG. Información de Interés Nacional.

Gráfica 35

Importaciones no petroleras ^{1/}

Índice 2019=100, promedio móvil de tres meses, a. e.



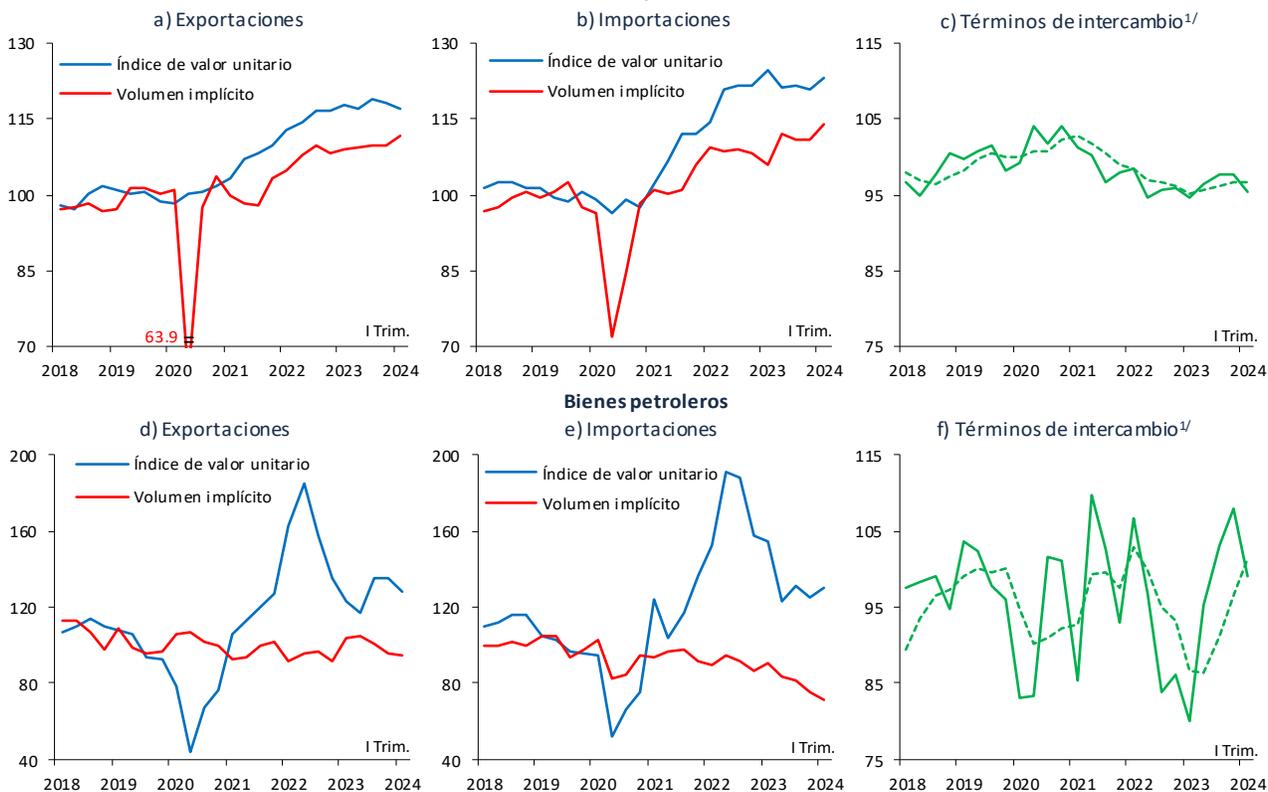
a. e. / Series con ajuste estacional. Se acotó la escala vertical de la gráfica para facilitar su lectura.

1/ Cifras con base en dólares corrientes.

Fuente: Elaboración del Banco de México con información del SAT, SE, Banco de México e INEGI. Balanza Comercial de Mercancías de México. SNIEG. Información de Interés Nacional.

En cuanto a las cuentas externas del país, en el primer trimestre de 2024 la cuenta corriente registró un déficit menor que el observado en el mismo periodo de 2023 (Gráfica 37). La disminución anual del déficit fue reflejo, principalmente, de menores déficits en las balanzas de mercancías petroleras, de servicios y de ingreso primario, lo cual fue parcialmente contrarrestado por un menor saldo de la balanza de mercancías no petroleras. Como proporción del PIB, el déficit de la cuenta corriente se ubicó en 2.7%, que se compara con el déficit de 5.1% registrado en el mismo lapso de 2023.

Gráfica 36
Índices de valor unitario, volumen implícito y términos de intercambio del comercio de mercancías de México
 Índice 2019=100; a. e.



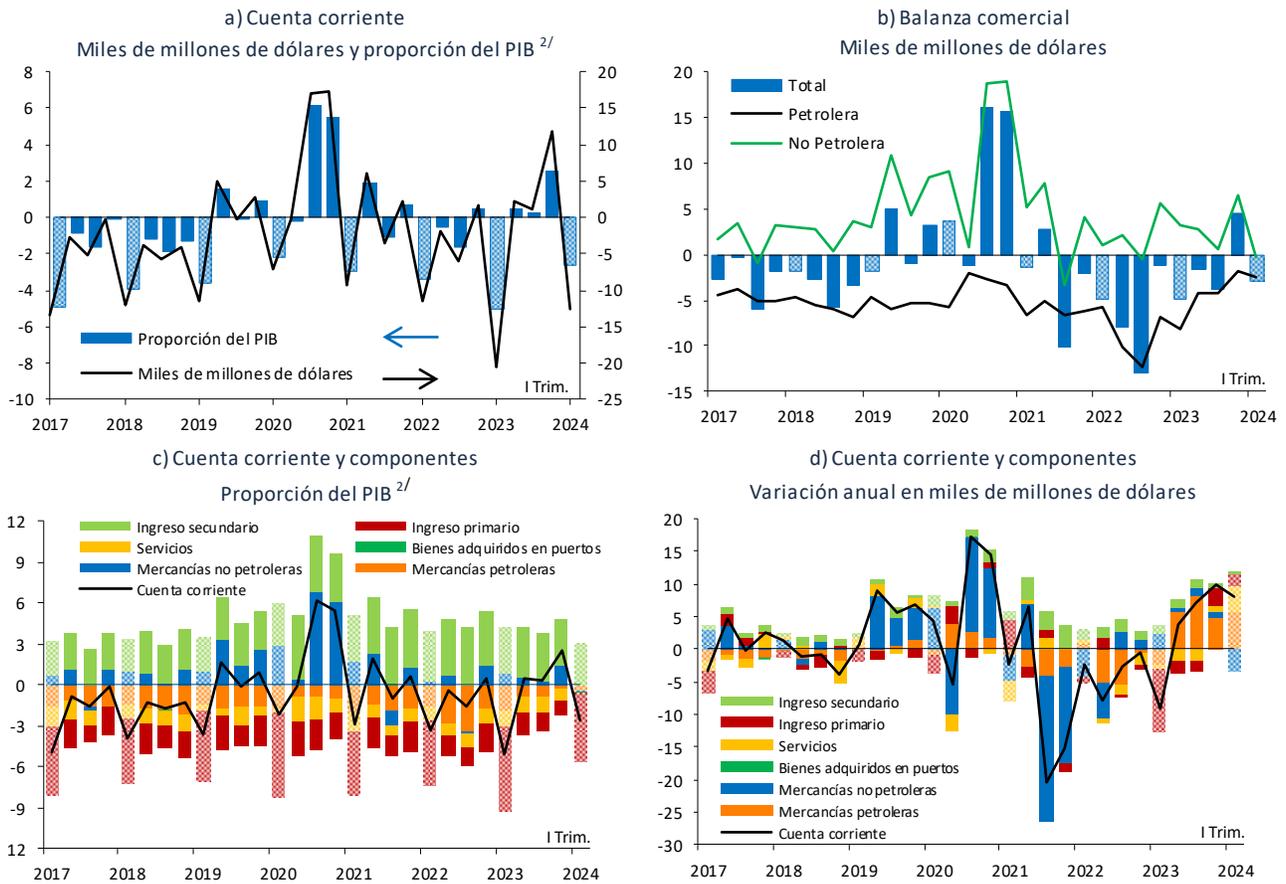
a. e./ Cifras con ajuste estacional.

1/ La línea punteada corresponde al promedio móvil de cuatro trimestres de la serie.

Fuente: Banco de México.

Gráfica 37

Cuenta corriente y balanza comercial ^{1/}



1/ Las columnas en tono más tenue indican el primer trimestre de cada año.

2/ Para las cifras como proporción del PIB se utiliza el PIB sin anualizar correspondiente a cada trimestre.

Fuente: a) y c) Banco de México e INEGI; b) SAT, SE, Banco de México, INEGI. Balanza Comercial de Mercancías de México. SNIEG. Información de Interés Nacional, d) Banco de México.

3.2. Mercado laboral

Durante el periodo enero-marzo de 2024, el mercado laboral continuó mostrando fortaleza (Cuadro 4 y Gráficas 38 y 39). Con cifras ajustadas por estacionalidad, las tasas de desocupación nacional y urbana permanecieron en niveles históricamente bajos. La tasa de desocupación nacional en el periodo fue de 2.7%, ligeramente por debajo del nivel del cuarto trimestre de 2023. Por su parte, la tasa de desocupación urbana se ubicó en 3.3%, misma tasa que la del trimestre previo. A su vez, las tasas de subocupación y de desocupación extendida se situaron en niveles inferiores a los del trimestre previo. La primera fue de 7.0% y la segunda de 9.9%.

En dicho periodo, tanto la tasa de participación laboral como la razón de ocupación a población en edad de trabajar aumentaron respecto del trimestre previo. Con cifras ajustadas por estacionalidad, la tasa de participación se situó en 60.4% de la población de 15 años y más, ligeramente por encima de la tasa de 60.3% del cuarto trimestre de 2023. Por su parte, la razón de ocupación a población en edad de trabajar se ubicó en 58.9%, 0.3 puntos porcentuales por arriba de la registrada en el trimestre previo. Entre enero y abril de 2024, el empleo formal afiliado al IMSS siguió mostrando una trayectoria positiva. No obstante, se presentó un comportamiento diferenciado entre sus sectores. En particular, los sectores más dinámicos han sido, principalmente, el de comercio, los servicios para empresas personas y el hogar, y los servicios de transportes y comunicaciones. Por su parte, los rubros industriales, principalmente el de transformación, han tenido una menor contribución al crecimiento en la ocupación de puestos de trabajo afiliados al IMSS en lo que va de 2024. A su vez, la creación de empleo en las actividades primarias ha mostrado atonía.

La tasa de informalidad laboral en el primer trimestre de 2024 mantuvo una moderada tendencia a la baja. Su nivel de 54.4% con cifras desestacionalizadas fue ligeramente menor al de 54.6% del trimestre anterior. Por su parte, la tasa de ocupación en el sector informal se ubicó en 27.9% de la población ocupada, nivel inferior al observado el trimestre previo.

Respecto de los indicadores del mercado laboral por género con cifras desestacionalizadas, en el primer trimestre de 2024 la tasa de desocupación de los hombres fue de 2.5% y la correspondiente a las mujeres de 2.8%. Así, ambas se mantuvieron en niveles particularmente bajos (Gráfica 40). La tasa de participación y la razón de ocupación a población en edad de trabajar de los hombres han presentado cambios acotados en los últimos trimestres. En el primer trimestre de 2024, se situaron en 76.1 y 74.2%, respectivamente. En el caso de las mujeres, la tasa de participación se ubicó en 46.7% y su razón de ocupación a población en edad de trabajar en 45.4%. De este modo, ambos indicadores aumentaron en el margen y permanecieron en niveles relativamente elevados. A pesar del avance en la tasa de participación femenina, la significativa diferencia en dicha tasa respecto de la de los hombres se mantiene como la principal explicación de la marcada brecha que se observa entre las razones de ocupación a población en edad de trabajar de hombres y mujeres.

Respecto de los distintos grupos de edad, en el primer trimestre de 2024 la población ocupada de menos de 25 años se ubicó 3.5% por encima del nivel reportado en el primer trimestre de 2020. A su vez, la de 25 a 64 años fue superior en 7.9% y la del grupo de 65 años y más en 11.5%.

Cuadro 4
Algunos conceptos sobre el mercado laboral

Concepto	Definición	Millones de personas ^{1/}		
		I-20	I-23	I-24
Población Económicamente Activa (PEA)	Personas de 15 y más años de edad que tuvieron vínculo con la actividad económica o que lo buscaron en la semana de referencia del levantamiento de la encuesta. La tasa de participación laboral es el porcentaje de la población de 15 años y más que se encuentra dentro de la PEA.	57.0	60.1	60.7
Población ocupada ^{2/}	PEA que realiza una actividad económica, ya sea de manera independiente o subordinada. La tasa de ocupación muestra el porcentaje de la PEA que se encuentra ocupada.	55.1	58.5	59.1
Ocupación formal	Ocupados (asalariados y con percepciones no salariales) que cuentan con prestaciones de seguridad social, empleadores y trabajadores por cuenta propia en todas aquellas actividades económicas que se desarrollan en empresas constituidas en sociedad, corporaciones, instituciones públicas o privadas, negocios no constituidos en sociedad, pero que reportan ingresos ante la autoridad hacendaria y en la agricultura y/o crianza de animales orientadas al mercado, así como trabajadores domésticos (asalariados y con percepciones no salariales) que cuentan con seguridad social.	24.3	26.3	27.0
Ocupación informal	Suma, sin duplicar, de los ocupados laboralmente vulnerables por la naturaleza de la unidad económica para la que trabajan, con aquellos cuyo vínculo o dependencia laboral no es reconocido por su fuente de trabajo. La tasa de informalidad laboral es el porcentaje de la población ocupada que se clasifica como informal.	30.8	32.2	32.1
Ocupación en el sector informal	Ocupados que se desempeñan en una unidad económica no constituida en sociedad que opera a partir de los recursos de los hogares, y que no lleva un registro contable de su actividad, independientemente de las condiciones de trabajo que se tengan. La tasa de ocupación en el sector informal muestra el porcentaje de la población ocupada que labora en el sector informal.	15.1	16.5	16.5
Subocupación	Población ocupada que tiene la necesidad y disponibilidad de ofertar más tiempo de trabajo de lo que su ocupación actual le demanda. La tasa de subocupación se calcula como el porcentaje de la población ocupada que se encuentra subocupada.	4.6	4.3	4.0
Desocupación abierta	Población Económicamente Activa (PEA) que no trabajó siquiera una hora durante la semana de referencia de la encuesta, pero manifestó su disposición para hacerlo e hizo alguna actividad por obtener empleo. La tasa de desocupación se refiere al porcentaje de la PEA que se encuentra desocupada.	2.0	1.6	1.5
Población No Económicamente Activa (PNEA)	Personas de 15 y más años de edad que en la semana de referencia únicamente realizaron actividades no económicas y no buscaron trabajo.	38.1	39.7	40.5
Disponibles	Personas dentro de la PNEA que, en la semana de referencia, no trabajaron, no tenían trabajo y no buscaron activamente uno, por considerar que no tenían oportunidad para ello, pero tendrían interés en trabajar si se les presentara la oportunidad.	5.7	5.4	5.0

1/ Con base en la ENOE.

2/ Incluye tanto a los trabajadores asalariados, ya sea formales o informales, que trabajan para un patrón y reciben un pago, sueldo, salario o jornal, como a los trabajadores con percepciones no salariales (Población ocupada = Ocupación formal + Ocupación informal).

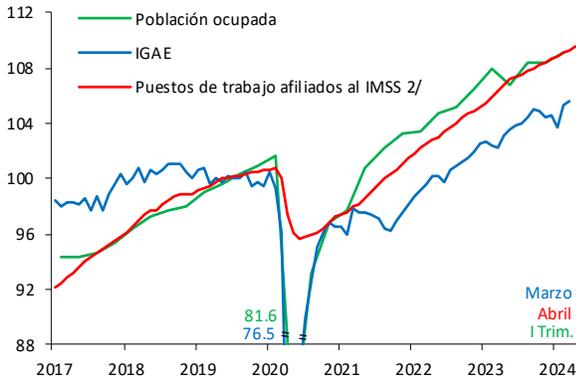
Nota: Las cifras presentadas incorporan las estimaciones trimestrales de población generadas por INEGI a partir de los resultados del Censo de Población y Vivienda 2020.

Fuente: INEGI.

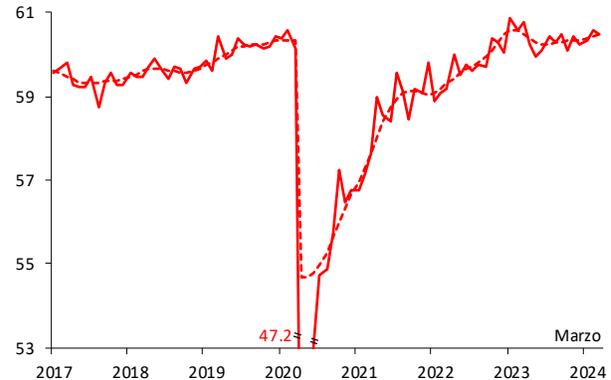
Gráfica 38

Indicadores del mercado laboral ^{1/}

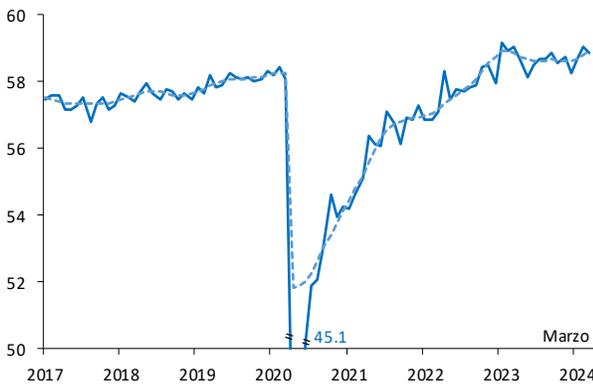
a) Puestos de trabajo afiliados al IMSS, IGAE total y población ocupada
Índice 2019=100, a. e.



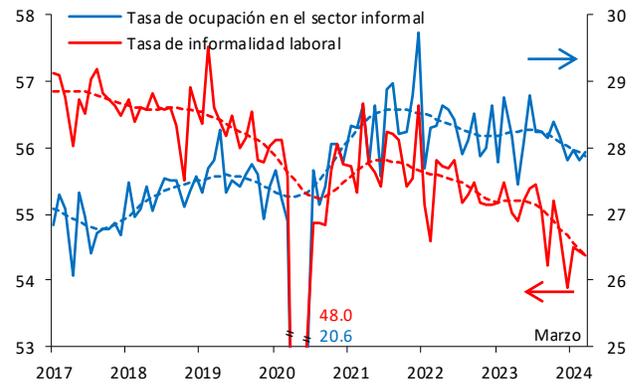
b) Tasa de participación laboral nacional ^{3/}
Por ciento, a. e.



c) Razón de ocupación a población en edad de trabajar ^{4/}
Por ciento, a. e.



d) Ocupación en el sector informal ^{5/} e informalidad laboral ^{6/}
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.

1/ Se acotó la escala vertical de algunas gráficas para facilitar su lectura.

2/ Permanentes y eventuales urbanos. Desestacionalización del Banco de México.

3/ Porcentaje de la Población Económicamente Activa (PEA) respecto de la de 15 y más años de edad.

4/ Porcentaje de la población de 15 y más años de edad.

5/ Se refiere a las personas que trabajan para unidades económicas no agropecuarias operadas sin registros contables y que funcionan a través de los recursos del hogar.

6/ Incluye a los trabajadores que se emplean en el sector informal, que laboran sin la protección de la seguridad social y cuyos servicios son utilizados por unidades económicas registradas y a los que están ocupados por cuenta propia en la agricultura de subsistencia.

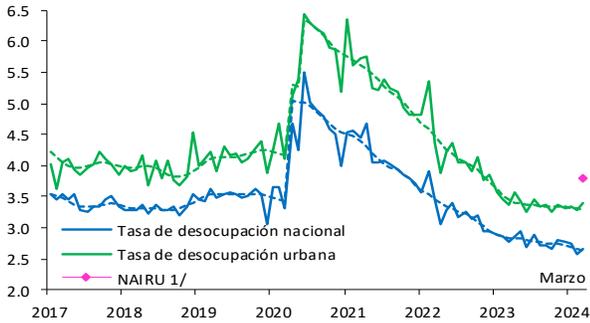
Fuente: Elaboración del Banco de México con información del IMSS e INEGI (SCNM y ENOE).

Gráfica 39

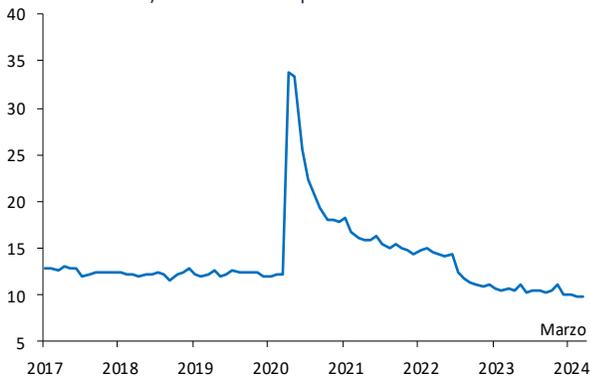
Tasas de desocupación y subocupación

Por ciento, a. e.

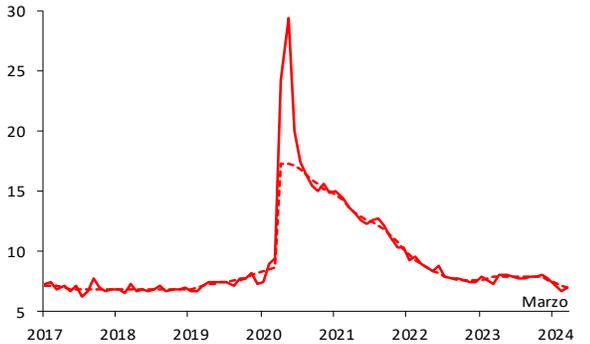
a) Tasas de desocupación nacional y urbana



b) Tasa de desocupación extendida ^{2/}



c) Tasa de subocupación



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/ La NAIRU que se presenta está asociada con la Tasa de Desocupación Nacional. La NAIRU está fijada en el nivel estimado de febrero de 2020.

2/ Se refiere a la suma de la población desocupada y PNEA disponible como proporción de la suma de PEA y PNEA disponible. Entre julio de 2020 y junio de 2022, el INEGI clasificó a las personas ausentes temporales de una actividad u oficio y a las personas con necesidad o deseos de trabajar debido al cierre de actividades no esenciales a partir de la pandemia, como PNEA disponible. A partir de julio de 2022, dicho criterio de clasificación dejó de operar.

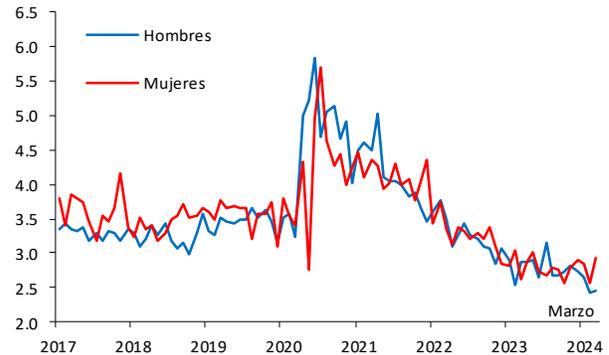
Fuente: Elaboración del Banco de México con información del IMSS e INEGI (ENOE).

Gráfica 40

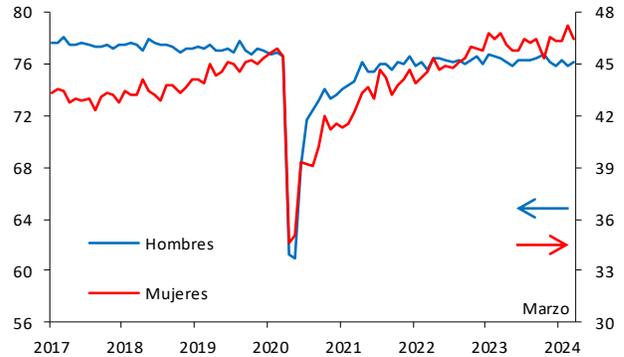
Indicadores del mercado laboral por género

Por ciento, a. e.

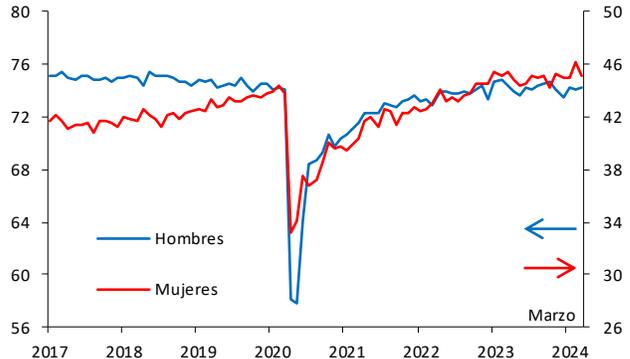
a) Tasa de desocupación



b) Tasa de participación laboral



c) Razón de ocupación a población en edad de trabajar ^{1/}

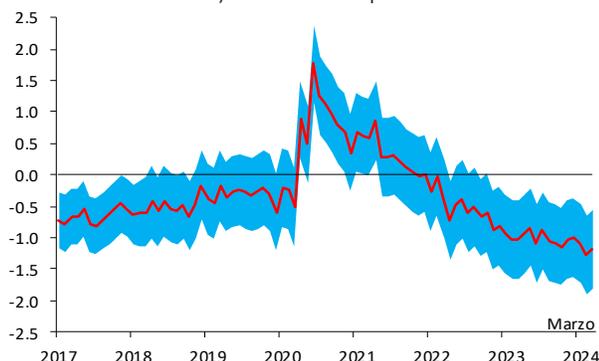


a. e./Cifras con ajuste estacional.

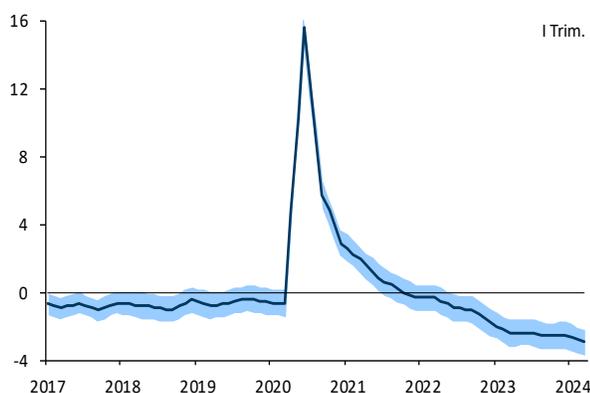
1/ Se acotó la escala vertical de la gráfica para facilitar su lectura.

Fuente: Elaboración del Banco de México con información de la ENOE, INEGI.

Gráfica 41
Estimación de la brecha de desempleo
 Por ciento, a. e.
 a) Tasa de desempleo ^{1/}



b) Tasa de desocupación ampliada ^{2/}



a. e. / Cifras con ajuste estacional.

1/ Las sombras representan las bandas de confianza. El intervalo corresponde a dos desviaciones estándar de la brecha estimada. La desviación estándar se estimó a partir del promedio de las estimaciones de las desviaciones estándar de cuatro modelos individuales. Ver Banco de México (2017), "Informe Trimestral Octubre - Diciembre 2016", pág.45.

2/ Se refiere a la suma de la población desocupada y PNEA disponible como proporción de la suma de PEA y PNEA disponible. Para todo el periodo se considera a los ausentes temporales como PNEA disponible, siguiendo el criterio empleado en la ETOE y ENOE^N entre el segundo trimestre de 2020 y el segundo trimestre de 2022. Brecha con base en la NAIRU estimada al 1T-2020 y fija a partir de ese trimestre.

En el primer trimestre de 2024, las estimaciones puntuales de la brecha de desempleo con base en la tasa de desocupación nacional y en una medida ampliada que incluye a la población no económicamente activa que se encuentra disponible para trabajar permanecieron en terreno negativo (Gráfica 41).⁸ Respecto de los niveles registrados en el último trimestre del año previo, ambas estimaciones fueron más negativas.

Con base en la Encuesta Nacional de Ocupación y Empleo trimestral, se estima que en el primer trimestre de 2024 el salario promedio para la economía en su conjunto presentó un avance anual de 10.9% (Gráfica 42a). Dicha variación salarial fue menor a la de 12.3% calculada para el cuarto trimestre de 2023. A su vez, en el periodo enero-marzo de 2024 el salario promedio diario asociado con los trabajadores afiliados en el IMSS creció 10.1% en su comparación anual. Este aumento fue menor al de 10.6% reportado el trimestre anterior (Gráficas 42b y 42c). En abril, la variación anual de dicho salario medio se ubicó en 9.6%. Como resultado de los ajustes nominales descritos y considerando el comportamiento de la inflación, en el primer trimestre de 2024 los salarios reales promedio de la economía en su conjunto y de los trabajadores asegurados en el IMSS continuaron creciendo, si bien su tasa de variación anual se moderó respecto de la registrada en el trimestre previo.

El Recuadro 3 estudia el comportamiento de la variación salarial anual de los trabajadores afiliados al IMSS que cambia de empleador de un año a otro en relación con la variación de aquellos que permanecen con el mismo empleador. Este indicador tiende a aumentar cuando el mercado de trabajo muestra fortaleza. Se observa que disminuyó tras el inicio de la pandemia, aumentó notablemente con la recuperación, superando en varios sectores sus máximos históricos, y desde 2023 ha mostrado una tendencia a la baja.

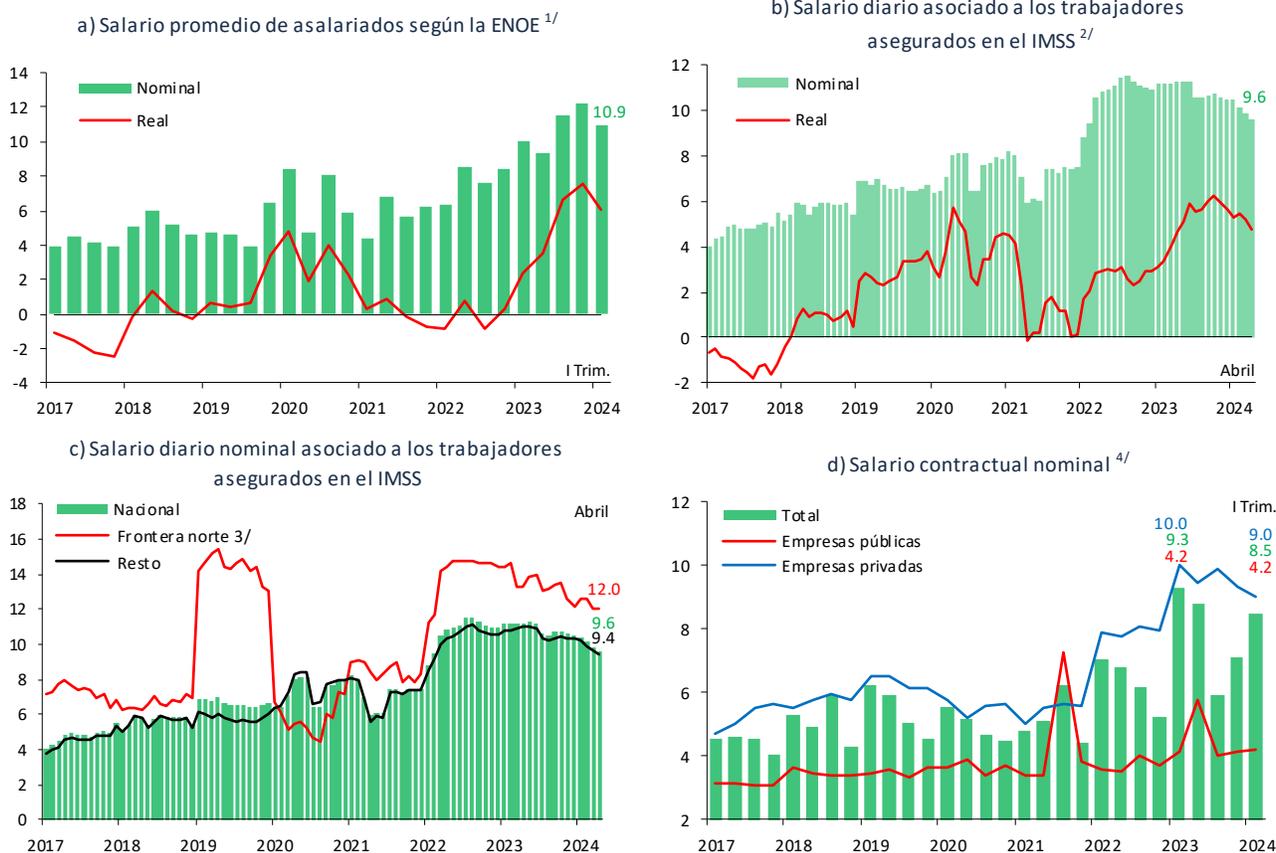
⁸ La brecha de desempleo mide el grado de holgura en el mercado laboral. En particular, se refiere a la diferencia entre la tasa de desempleo observada y la tasa NAIRU, definida como la tasa de desempleo congruente con un entorno de inflación estable. De este modo, una brecha de desempleo positiva se asocia con la ausencia de presiones inflacionarias ante la presencia de holgura en el mercado

laboral, mientras que una brecha negativa sugiere posibles presiones inflacionarias derivadas de un mercado laboral apretado. Los detalles sobre la estimación de la brecha se pueden consultar en el Recuadro 3 del Informe Trimestral Octubre - Diciembre de 2016 titulado "Consideraciones sobre la Evolución Reciente de la NAIRU y de la Holgura del Mercado Laboral en México".

Por su parte, la revisión promedio de los salarios contractuales negociados en empresas de jurisdicción federal en el primer trimestre de 2024 fue de 8.5%. En el mismo trimestre de 2023 había sido de 9.3% (Gráfica 42d). En su interior, en el

periodo que se reporta las revisiones promedio en empresas privadas y públicas se ubicaron en 9.0 y 4.2%, respectivamente. Estas revisiones se comparan con las de 10.0 y 4.2% registradas en el primer trimestre de 2023.

Gráfica 42
Indicadores salariales
Variación anual en por ciento



1/ Para calcular los salarios nominales promedio se truncó el 1% más bajo y el 1% más elevado de la distribución de los salarios. Se excluyen personas con ingreso reportado de cero o que no lo reportaron.

2/ Durante el primer trimestre de 2024 se registraron, en promedio, 22.2 millones de trabajadores asegurados afiliados al IMSS. Los salarios reales fueron deflactados con el INPC.

3/ Integrada por los municipios mencionados en el DOF del 26 de diciembre de 2018, la mayoría de los cuales colindan con la frontera norte. Estos concentraron el 11% del total de puestos de trabajo asegurados afiliados al IMSS en 2023.

4/ El incremento salarial contractual se calcula como el promedio ponderado de las revisiones mensuales. El ponderador está dado por el número de trabajadores que revisaron en cada mes como proporción del total de trabajadores que revisaron en el trimestre correspondiente. En 2023, el número de trabajadores de empresas de jurisdicción federal que anualmente reportan sus incrementos salariales a la STPS fue aproximadamente de 2 millones, de los cuales el 39% se encontraba en empresas públicas y el 61% en empresas privadas.

Fuente: Elaboración del Banco de México con información del IMSS, STPS e INEGI (ENOE).

Recuadro 3. Indicadores complementarios del mercado laboral usando información de trabajadores que cambian de empleador en los registros administrativos del IMSS

1. Introducción

El objetivo de este Recuadro es proveer indicadores sobre el mercado laboral con información de los trabajadores que cambian de empleador, usando los registros individuales del IMSS.¹ En condiciones de mayor fortaleza en el mercado laboral se tiende a observar que una mayor cantidad de trabajadores cambia de empleador, y que aumenta la brecha entre las variaciones salariales anuales de quienes cambian de empleador con respecto de quienes permanecen con la misma empresa (Autor *et al.*, 2023). Reflejando las condiciones del mercado laboral, en México ambos indicadores se redujeron tras el inicio de la pandemia para luego aumentar fuertemente con la recuperación. La proporción de trabajadores que cambian de empleador y la variación salarial observada entre estos trabajadores se han reducido de forma importante y continua a partir de 2023, sugiriendo que las condiciones de fortaleza en el mercado laboral formal pueden estarse moderando.

Para profundizar al respecto se estima un modelo de la probabilidad de que un trabajador formal cambie de empleador como función de una estimación de prima de empresa, definida como la parte del salario que depende de la empresa en la que se encuentra un trabajador y no de las características de este.² Conceptualmente, la probabilidad de que un trabajador cambie de empleador disminuye a medida que aumenta la prima de la empresa en su salario, y ello es lo que se encuentra en el modelo econométrico presentado. Sin embargo, se estima que posteriormente al inicio de la pandemia se amplió la diferencia en la probabilidad de retener empleados entre empresas que pagan primas de empresas distintas, en congruencia con un mercado laboral más dinámico. Las estimaciones indican que este efecto todavía no se había revertido en el sector manufacturero ni en el de la construcción en 2023. En el sector de servicios, el cambio fue menor y sí parecería haberse revertido.

2. Indicadores de crecimiento salarial y cambios de empleador

Cuando el mercado laboral muestra señales de fortaleza, los trabajadores pueden beneficiarse de la mayor demanda de trabajo cambiando de empleo, por lo que la proporción de trabajadores que cambian de patrón y los aumentos salariales que estos registran son variables indicativas de las condiciones del mercado laboral. Estos indicadores contribuyen a enriquecer la lectura del mercado laboral en un contexto en el cual esta es compleja.³ Por ejemplo, mientras que la tasa de desocupación tiende a variar con la demanda de las empresas por trabajadores que no tienen empleo pero que están buscando uno, los indicadores aquí presentados reflejan la demanda por trabajadores que ya se encuentran empleados en el mercado laboral formal. Además, dado que los trabajadores tenderán a trasladarse a empresas que se encuentren en sectores con mayor demanda por trabajadores, el análisis por sector es ilustrativo de los cambios en la fortaleza de los mercados laborales de los distintos sectores.

La Gráfica 1 muestra el porcentaje de los trabajadores afiliados al IMSS en cada mes que doce meses antes se encontraban en un registro patronal distinto, por sector y género del trabajador.⁴ En el panel a) se observa que durante la recuperación de la pandemia se registraron proporciones históricamente altas de trabajadores que cambiaron de empleador hacia los sectores de los servicios y las manufacturas, indicando que en ese momento se registraron aumentos importantes en la demanda laboral de estos. Sin embargo, a abril de 2024 este indicador se encuentra en niveles menores a los que se observaban antes de 2020, sugiriendo una moderación en estas condiciones de fortaleza del mercado laboral. En el panel b) se observa que este indicador ha mostrado una dinámica similar entre hombres y mujeres a lo largo del tiempo, aunque destaca una mayor tendencia a cambiar de empleador entre los hombres que entre las mujeres.⁵

¹ Para fines de este Recuadro, el empleo total incluye a todos los trabajadores eventuales y permanentes que se encuentran asegurados en el IMSS a excepción de aquellos que se consideran como probables subcontratados, de acuerdo con la definición usada en el Recuadro 4 “Dinámica de los Puestos de Trabajo Afiliados al IMSS ante la Reforma a la Subcontratación”, del Informe Trimestral, Julio-Septiembre 2021. Ahí se identifica a un trabajador como posible subcontratado si cambió de un registro patronal a otro junto a 20 o más trabajadores entre julio y septiembre de 2021. También se descartaron los trabajadores que cambiaron de registro patronal durante los meses mencionados y cuyo empleador de origen pertenecía al subsector Servicios profesionales y técnicos, que incluye a empresas de manejo de personal.

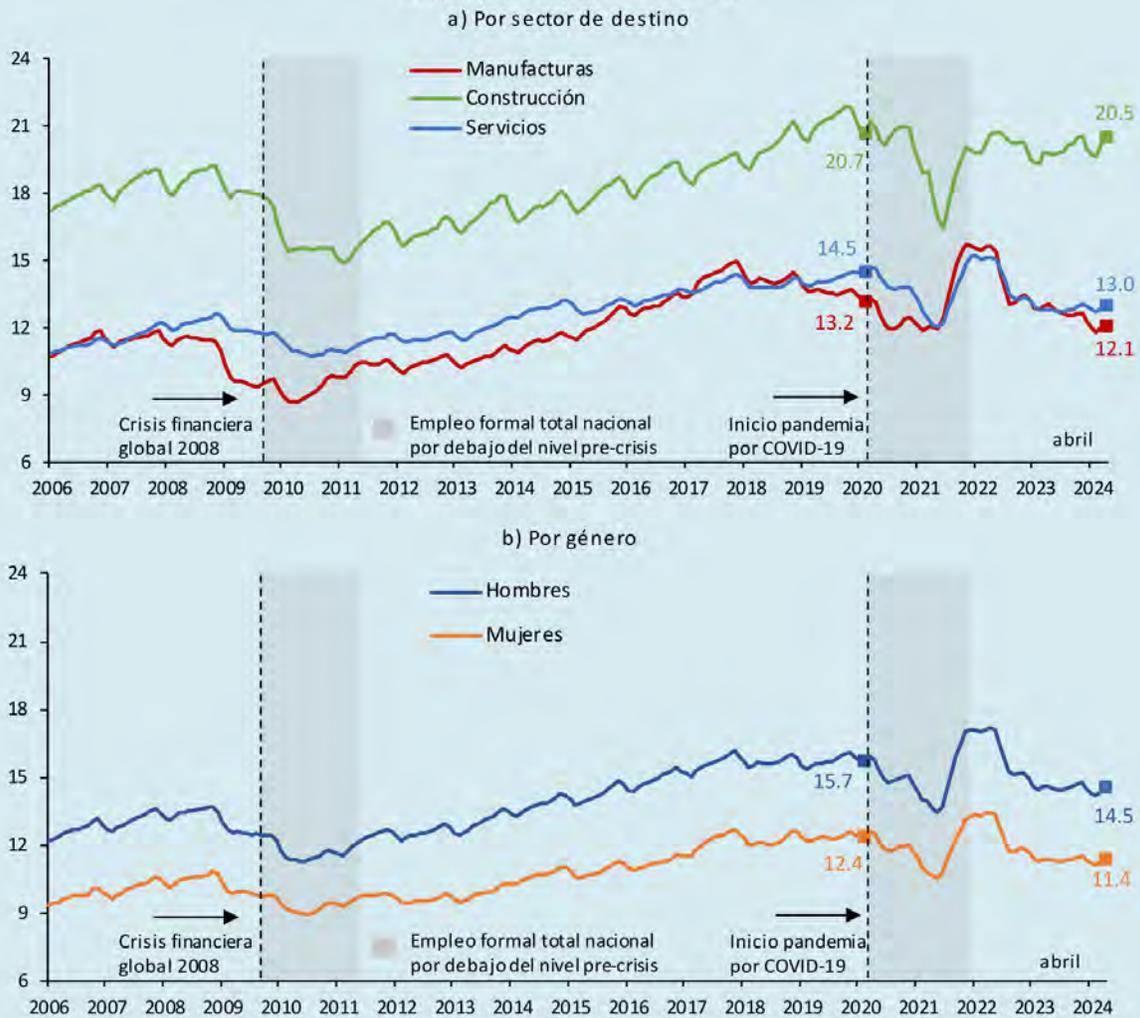
² Una misma persona puede recibir salarios distintos en distintas empresas, debido por ejemplo a diferencias en la productividad de estas o sus necesidades de personal. Ver Recuadro 3 “Un análisis de las brechas salariales de género en las regiones de México”, Reporte sobre las Economías Regionales, Octubre-Diciembre 2023.

³ Para mayor referencia, consultar los indicadores presentados en los Recuadros “Indicador de población no-ocupada con posibilidad de ocuparse”, publicado en el Informe Trimestral Octubre-Diciembre 2023, y “Medidas de holgura del mercado laboral en México”, en el Informe Trimestral Enero - Marzo 2023. Por otro lado, el Recuadro “Factores cíclicos y no-cíclicos en la evolución de la tasa de participación laboral de México desde 2005”, publicado en el Informe Trimestral Abril-Junio 2023, presenta un análisis econométrico sobre los determinantes de la participación laboral.

⁴ En este indicador se considera que el sector de un trabajador que cambió de empleador es el sector en el que se encuentra en el mes de referencia. Este puede ser el mismo en el que se encontraba doce meses antes, si el trabajador cambió de empleador en el interior del mismo sector, o uno distinto en caso que haya cambiado de sector. En este sentido, el indicador refleja cambios de empleador hacia el sector mostrado.

⁵ Esto es consistente con que las mujeres puedan enfrentar costos mayores al cambiar de empleo que los hombres. Ver Recuadro 3 “Costos del Ajuste Geográfico y Sectorial del Empleo Formal Durante la Pandemia Diferenciados por Género”, Reporte sobre las Economías Regionales, Julio-Septiembre 2022.

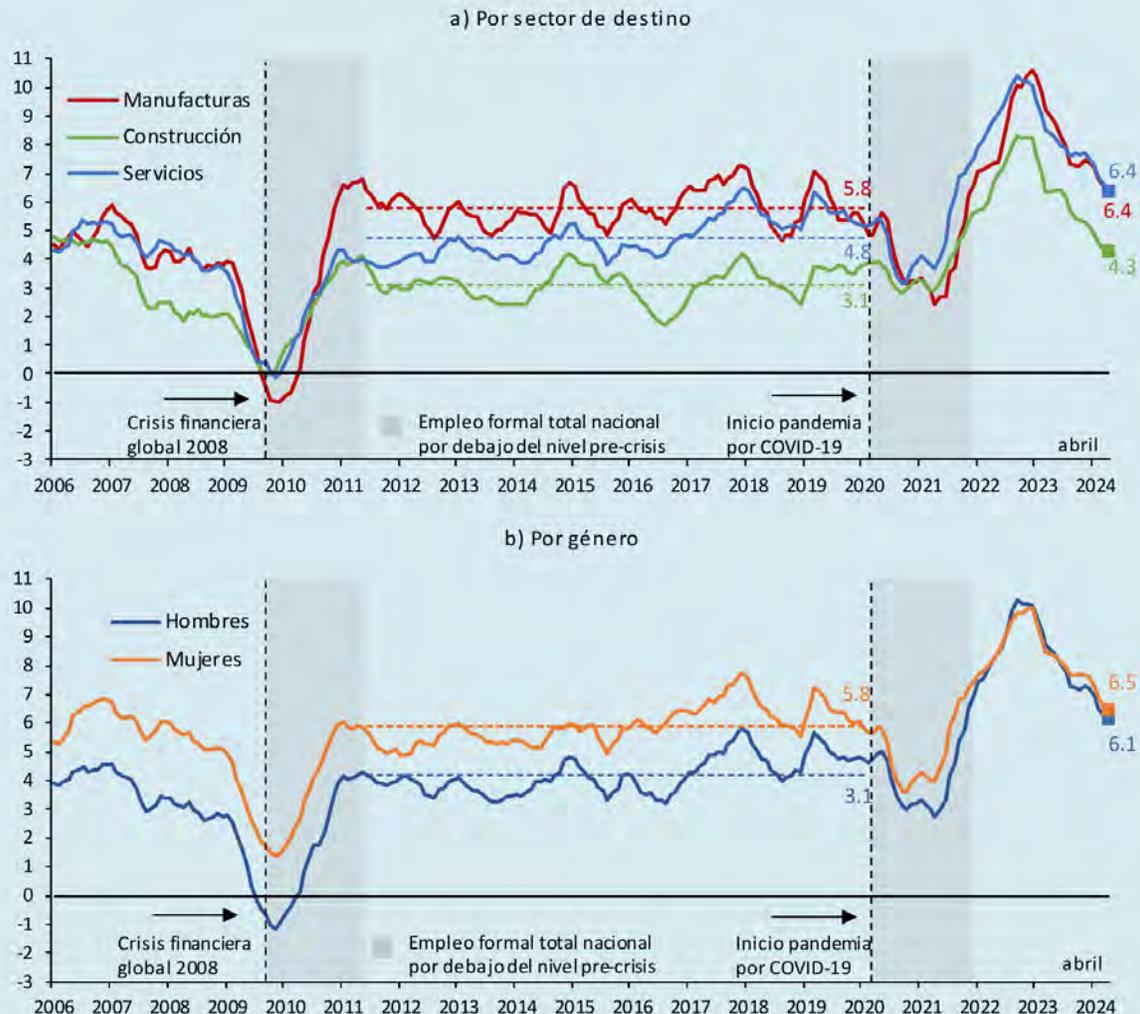
Gráfica 1
Trabajadores que cambiaron de empleador formal en los doce meses anteriores
 Porcentaje del empleo afiliado al IMSS



Nota: El panel a) muestra, para cada mes y sector, el porcentaje de los trabajadores afiliados al IMSS en ese mes que doce meses antes se encontraban afiliados al IMSS bajo un registro patronal distinto, y que en el mes de referencia se encuentran en ese sector. Se excluyen trabajadores que se consideran posibles subcontratados (ver nota al pie 1). En cada mes se excluyen los trabajadores cuyos crecimientos salariales a un año son superiores al percentil 97.5 o inferiores al percentil 2.5 de la distribución mensual. El panel b) muestra el mismo indicador pero agrupando a los trabajadores por género en vez de por sector. Se sombrea el periodo en que el empleo total nacional permaneció por debajo de su nivel previo a cada crisis señalada.

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

Gráfica 2
Crecimiento porcentual salarial anual de trabajadores que cambian de empleador relativo a
trabajadores que permanecen con el mismo empleador
 Puntos porcentuales



Nota: El panel a) muestra, para cada mes, la diferencia en tasas de crecimiento porcentual salarial anual entre los trabajadores observados en el sector mostrado que un año antes trabajaban para un empleador distinto, y quienes permanecieron con el mismo empleador en ese sector. Para calcularlo, primero se calcula la tasa de crecimiento salarial de cada trabajador que se encontraba afiliado al IMSS en el mes de referencia y también doce meses antes, y se excluye a los trabajadores con tasas mayores al percentil 97.5 o inferiores al percentil 2.5 de la distribución mensual. Después, se clasifica a los trabajadores en grupos de acuerdo a si se encuentran en el mismo registro patronal con respecto a doce meses antes o en uno distinto, y por sector del empleador actual. Posteriormente, se calcula el crecimiento salarial promedio de cada grupo. Finalmente, se resta el correspondiente a quienes permanecen con el mismo empleador al promedio entre quienes cambiaron de empleador para cada grupo. El panel b) muestra el mismo indicador pero agrupando a los trabajadores por género en vez de por sector. Se sombrea el periodo en que el empleo formal total nacional permaneció por debajo de su nivel previo a cada crisis señalada. Se excluyen trabajadores que se consideran posibles subcontratados (ver nota al pie 1).

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

La Gráfica 2 muestra las diferencias entre el crecimiento porcentual salarial anual de trabajadores que cambian de empleador relativo al año anterior, con respecto del correspondiente de quienes permanecen con el mismo empleador.⁶ Esta variable es indicativa de las condiciones del mercado laboral, pues en un periodo de condiciones económicas más adversas los trabajadores pueden cambiar de empleo hacia otros menos remunerados, mientras que en momentos de fortaleza pueden buscar emplearse en una empresa distinta que esté dispuesta a remunerarlos más generosamente.⁷ Se muestran los indicadores separando a los trabajadores por el sector en el que se encuentran empleados en el mes de referencia, y por género.

En el panel a) se aprecia que en el sector manufacturero, de servicios y de construcción este indicador registró disminuciones importantes con el inicio de la pandemia, reflejando la debilidad del mercado laboral en ese momento. Posteriormente, se incrementó con la recuperación luego del choque de la pandemia hasta alcanzar niveles máximos desde el inicio de la serie en 2006. Sin embargo, a partir de 2023 se observa una marcada y persistente tendencia a la baja en todos los sectores mostrados, aunque a abril de 2024 la cifra permanece por encima de los niveles promedio prepandemia.

El panel b) muestra las trayectorias de este indicador por género. Se observa que en el periodo prepandemia las mujeres tendían a registrar cambios salariales mayores al cambiar de empleo con respecto de los hombres. Esto es congruente con que cambiar de empleador pueda ser más costoso para ellas, o que puedan valorar en mayor medida que los hombres aspectos del empleo distintos a la remuneración. Tanto hombres como mujeres mostraron una reducción en este indicador con el inicio de la pandemia, pero en el caso de los hombres se observó un aumento especialmente marcado durante la recuperación, que ha resultado en que a abril de 2024 se haya cerrado la brecha en los aumentos salariales asociados con cambios de empleador entre ambos grupos. Este patrón sugiere que los hombres pueden haberse beneficiado en mayor medida de la fortaleza del mercado laboral con respecto de las mujeres durante el proceso de recuperación, al cambiar de empleador en mayor medida hacia aquellos que los remuneraran más generosamente.

3. Estimación de la relación entre la probabilidad de cambio de empleador y la prima de empresa

Cuando el mercado laboral es dinámico, las empresas pueden buscar moderar la propensión de sus trabajadores a cambiar de empleador aumentando las remuneraciones que ofrecen. Para estimar la importancia de este mecanismo en la retención de personal de las empresas, se implementa el método de

Bassier *et al.* (2022). Este método modela los cambios de trabajadores entre empresas usando datos vinculados de empleados y empleadores, como los que conforman la base de microdatos del IMSS. La estimación se basa en la idea de que un trabajador tenderá a cambiar de empleador con mayor probabilidad si trabaja para una empresa que paga un salario bajo con respecto de otras, y que la relación entre esa probabilidad y la compensación que reciben los trabajadores tenderá a ser más fuerte en un mercado laboral más dinámico.⁸

3.1. Metodología

En particular, se busca estimar el parámetro η en la siguiente ecuación.

$$\text{CambioEmpleador}_{ijt} = \alpha_t + \eta\psi_j + \epsilon_{ijt} \quad (1)$$

En la ecuación, $\text{CambioEmpleador}_{ijt}$ es una variable indicadora igual a 1 si el trabajador i , que trabaja para la empresa j , cambia de empleador en el mes t . El parámetro α_t es un efecto fijo de mes y ϵ_{ijt} es el error. La variable independiente de interés es ψ_j , que corresponde a la prima de salario que reciben los trabajadores que trabajan para la empresa j . Esta prima de empresa refleja que distintas empresas pueden ofrecerle un salario distinto a la misma persona, debido por ejemplo a diferencias en la productividad o necesidades de las empresas. Dada esta heterogeneidad en los salarios que distintas empresas pueden ofrecer a un mismo trabajador, se espera que los trabajadores cambien de empleador con mayor frecuencia cuando se encuentran en una empresa que paga primas de empresa más bajas a sus trabajadores con respecto de una que paga primas más altas. Entre mayor sea η en valor absoluto, la probabilidad de que los trabajadores cambien de empleador responderá en mayor medida a las diferencias en las primas de empresa. En ese caso, la brecha en la capacidad de retener trabajadores entre dos empresas que pagan distintas primas de empresa será también mayor, favoreciendo a la empresa que paga la prima más grande. En otras palabras, entre mayor es η en valor absoluto, los empleadores que ofrecen primas de empresa más bajas tenderán a enfrentar mayores dificultades para retener personal, reflejando un mercado laboral más dinámico.

Para calcular las primas de empresa ψ_j , *i.e.* el componente de los salarios que las empresas pagan que es independiente de las características de los trabajadores, Bassier *et al.* (2022) proponen estimarlas mediante un modelo auxiliar basado en Abowd *et al.* (1999), donde el salario de cada trabajador i empleado en la empresa j en el tiempo t se modela como sigue:

en su percepción). Así, al calcular la diferencia en la variación salarial promedio entre estos dos grupos, los aumentos salariales asociados con cambios en el salario mínimo se consideran en ambos promedios, y tenderían a compensarse en el cálculo del indicador. Si se excluyen los trabajadores vinculados de la muestra se observan las mismas tendencias en el tiempo de los indicadores con respecto a las aquí mostradas.

⁸ Esta medida se basa en la idea de que cuando el mercado laboral es más dinámico, si una empresa disminuyera los salarios que ofrece resentiría con mayor fuerza el efecto negativo sobre su capacidad para atraer y retener empleo, con respecto del caso en el cual el mercado es menos dinámico.

⁶ Para construir este indicador, primero se clasifican a los trabajadores en aquellos que se encuentran en el mismo empleador relativo a doce meses antes, y aquellos que cambiaron de empleador, por sector y género. Posteriormente se calculan las diferencias entre el crecimiento salarial promedio de quienes cambiaron de empleador y quienes permanecen con el mismo, por grupo. Ver la nota al pie de la Gráfica 2.

⁷ Tanto en el grupo de trabajadores que cambian de empleador como en aquellos que permanecen con el mismo, existen trabajadores vinculados al salario mínimo (entendido como aquellos que ganan un salario por debajo del mínimo que se implementará al siguiente año, de modo que recibirán un incremento mecánico

$$\ln(\text{salario}_{ijt}) = \alpha_i + \psi_j + X'_{ijt}\beta + r_{ijt} \quad (2)$$

Este modelo también se estima con datos de registros individuales del IMSS. Los datos permiten observar el salario que un trabajador recibió en cada una de las empresas para las que trabajó a lo largo del periodo de estudio. Para aquellos trabajadores que cambiaron de empleador al menos una vez es posible descomponer sus salarios observados en un componente que depende de las características del individuo (α_i) y en otro que depende de las características del empleador, o prima de empresa (ψ_j). El vector X_{ijt} incluye polinomios de la edad del trabajador y tendencias lineales en el tiempo como variables de control. Los valores estimados de la variable ψ_j obtenidos por medio de la ecuación 2 se usan como variable independiente en la ecuación 1.⁹ Ambas ecuaciones se estiman por separado para cada año usando los registros individuales del IMSS a partir de 2018, resultando en estimaciones anuales de η . La muestra se divide asimismo de acuerdo con el sector de las empresas, para generar estimaciones por sectores.

3.2. Resultados

La Gráfica 3 muestra los resultados de la estimación a nivel sectorial y por años. Los coeficientes estimados son en general negativos, indicando que entre mayor es el salario que un trabajador recibe debido a la prima de empresa, menor es la probabilidad de que cambie de empleador. Las estimaciones son mayores en el sector de las manufacturas con respecto de los servicios y la construcción en todos los años. Esto implica que

para un aumento dado en la prima de empresa, una empresa en el sector de las manufacturas logra una reducción mayor en la probabilidad de que sus trabajadores cambien de empleador con respecto de otros sectores, indicando que en general el mercado laboral que enfrentan las empresas de manufacturas tiende a ser más dinámico en este sentido con respecto del que enfrentan otros empleadores. En general, tanto en la construcción como en los servicios la probabilidad de cambiar de empleador responde en menor medida a un aumento en la prima de empresa, sugiriendo que la retención de personal en estos sectores puede depender de manera importante de factores distintos a la remuneración ofrecida por las empresas, tales como la flexibilidad o el ambiente laboral.

Los estimados señalan que a partir de 2020 aumentó la sensibilidad de la retención de personal a las primas de empresa en las manufacturas, los servicios y la construcción. En otras palabras, con el inicio de la pandemia aumentó la brecha en la probabilidad de retener empleados entre empresas que ofrecen primas de empresa distintas, indicando que los mercados laborales en que estas contratan se volvieron más dinámicos. Tanto en el sector de las manufacturas como en el de la construcción los cambios estimados persistían todavía en 2023, sugiriendo todavía un mercado laboral dinámico relativo a antes de la pandemia. Por otro lado, entre 2022 y 2023 parece haberse revertido el aumento registrado a partir de 2020 en este indicador en el sector de los servicios, señalando que se redujo la medida en que la retención de personal de estas empresas depende de las primas de empresa.

Gráfica 3
Efecto de un aumento salarial de 1% por prima de empresa sobre la probabilidad de cambio de empleo por parte del trabajador



Nota: Se muestran las estimaciones del parámetro η en la ecuación 1 por sector y año, que representan el efecto en puntos porcentuales sobre la probabilidad de que un trabajador cambie de empleador de un mes al siguiente de un aumento de 1% en la prima de empresa. Las primas de empresa se obtienen como el efecto fijo de la empresa en la ecuación 2, en la cual se modelan los salarios como función de efectos fijos de trabajador y de empresa. Un coeficiente más negativo significa que un aumento marginal en la prima de empresa reduce en mayor medida la probabilidad de que los trabajadores cambien de empresa. Se muestran intervalos de confianza al 95% calculados aglomerando los errores del modelo a nivel empresa.

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

⁹ Dado que el componente del salario atribuible a la empresa, ψ_j , se obtiene de la estimación de la ecuación (2), se implementa una estrategia de variables instrumentales para mitigar posible sesgo por error de medición. Siguiendo a Bassier *et al.* (2022), se generan dos muestras mutuamente excluyentes de

trabajadores, y se estima el modelo de la ecuación (2) para cada uno. Finalmente, la ecuación (1) se estima por variables instrumentales usando los estimados de ψ_j en una muestra como instrumento para los ψ_j estimados en la otra.

4. Consideraciones finales

Este Recuadro presenta algunos indicadores alternativos sobre las condiciones del mercado laboral, los cuales se basan en el análisis de los cambios de empleador en los registros individuales del IMSS. Estas variables pueden capturar aspectos distintos de los que reflejan otros indicadores del mercado laboral, contribuyendo a una mejor lectura. Por ejemplo, mientras que la tasa de desocupación tiende a variar con las oportunidades de empleo de la población desocupada, los indicadores mostrados aquí están relacionados con el dinamismo del mercado laboral que enfrentan los trabajadores que ya tienen un empleo formal. Así, aunque la tasa de desocupación se mantiene en niveles cercanos a su mínimo histórico desde hace varios trimestres, los indicadores propuestos sugieren que las condiciones de fortaleza del mercado de trabajo para este grupo de trabajadores muestran señales de cierta moderación. En un contexto en el cual los efectos complejos de la pandemia sobre el mercado laboral han vuelto más difícil su lectura, se resalta la importancia de considerar un conjunto amplio de indicadores para su análisis.

5. Referencias

Abowd, J.M., Kramarz, F., Margolis, D.N. (1999). "High wage workers and high wage firms". *Econometrica*, 67 (2): 251-333.

Autor, D., Dube, A., and McGrew, A. (2023). The unexpected compression: Competition at work in the low wage labor market. Working Paper 31010, *National Bureau of Economic Research*.

Banco de México (2021). "Dinámica de los Puestos de Trabajo Afiliados al IMSS ante la Reforma a la Subcontratación". Informe Trimestral Julio – Septiembre 2021, Recuadro 4, pp. 49-52.

Banco de México (2022). "Costos del Ajuste Geográfico y Sectorial del Empleo Formal Durante la Pandemia Diferenciados por Género". Reporte sobre las Economías Regionales, Julio – Septiembre 2022, Recuadro 3, pp. 44-46.

Banco de México (2023). "Medidas de holgura del mercado laboral en México". Informe Trimestral Enero – Marzo 2023, Recuadro 3, pp. 45-49.

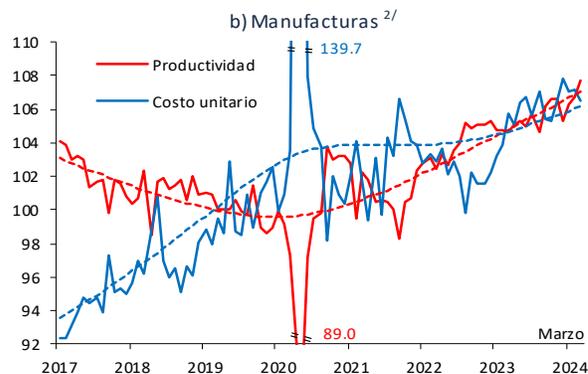
Banco de México (2023). "Factores cíclicos y no-cíclicos en la evolución de la tasa de participación laboral de México desde 2005". Informe Trimestral Abril – Junio 2023, Recuadro 3, pp. 46-51.

Banco de México (2023). "Indicador de población no-ocupada con posibilidad de ocuparse". Informe Trimestral Octubre – Diciembre 2023, Recuadro 2, pp. 46-50.

Banco de México (2023). "Un análisis de las brechas salariales de género en las regiones de México". Reporte sobre las Economías Regionales Octubre – Diciembre 2023, Recuadro 3, pp. 49-51.

Bassier, I., Dube, A., Naidu, S. (2022). "Monopsony in movers". *Journal of Human Resources*, 57(S): 50-86.

En cuanto al comportamiento de la productividad laboral para la economía en su conjunto, se estima que en el primer trimestre de 2024 esta habría retrocedido respecto del cuarto trimestre de 2023 y habría permanecido por debajo de los niveles registrados antes de la pandemia (Gráfica 43a). A su vez, el costo unitario de la mano de obra para la economía en su conjunto habría interrumpido su tendencia al alza al haber mostrado una reducción en el margen en el primer trimestre del año. Sin embargo, este habría seguido ubicándose en niveles relativamente elevados. Por su parte, en el trimestre enero-marzo de 2024 la productividad laboral en el sector manufacturero hiló cuatro crecimientos trimestrales con datos desestacionalizados. A su vez, el costo unitario de la mano de obra en ese sector aumentó respecto del cuarto trimestre de 2023, manteniéndose en niveles altos (Gráfica 43b).



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

e/ Estimación del Banco de México.

1/ Productividad laboral estimada con las horas trabajadas.

2/ Se acotó la escala vertical de la gráfica para facilitar su lectura.

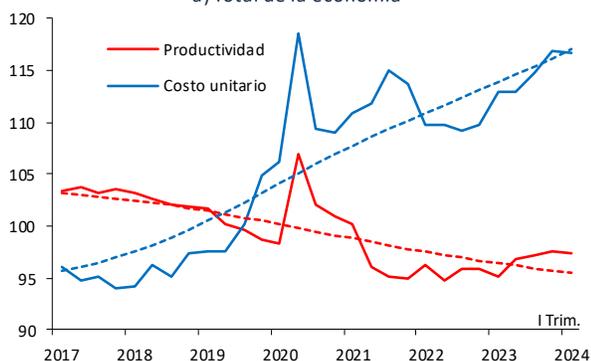
Fuente: Elaboración del Banco de México a partir de información de la EMIM, del SCNM y la ENOE, INEGI.

Gráfica 43

Productividad y costo unitario de la mano de obra ^{1/}

Índice 2019=100, a. e.

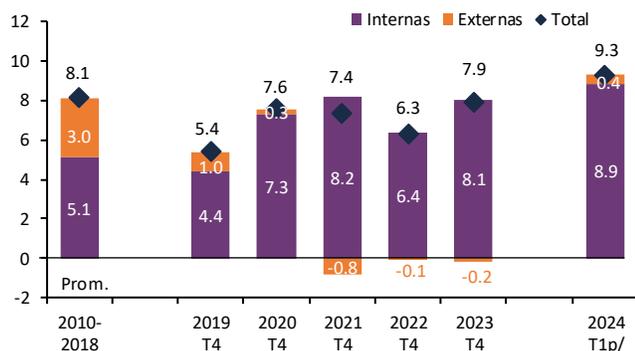
a) Total de la economía ^{e/}



3.3. Condiciones de financiamiento de la economía

En el primer trimestre de 2024, las fuentes totales de recursos financieros de la economía registraron un flujo anual mayor al del trimestre previo, prolongando la tendencia ascendente que inició el año pasado. En particular, este pasó de 7.9% del PIB a 9.3% entre los trimestres señalados (Gráfica 44 y Cuadro 5). En su interior, las fuentes internas registraron un aumento respecto al trimestre anterior en su flujo anual, el cual se situó en máximos históricos. Por su parte, las fuentes externas mostraron un flujo anual ligeramente positivo, tras haber registrado una cifra negativa en los diez trimestres previos. El incremento en las fuentes tuvo como contraparte un monto elevado de recursos financieros canalizados al sector público y al privado. Así, el financiamiento al sector público exhibió un flujo anual mayor al observado el trimestre previo, ubicándose en niveles altos respecto a su promedio histórico. Por su parte, el financiamiento interno al sector privado continuó mostrando dinamismo, si bien con cierta moderación respecto al cierre del año pasado.

Gráfica 44
Fuentes de recursos financieros de la economía
 Flujos anuales como porcentaje del PIB



p/ Cifras preliminares. Cifras promedio de 2010 a 2018.

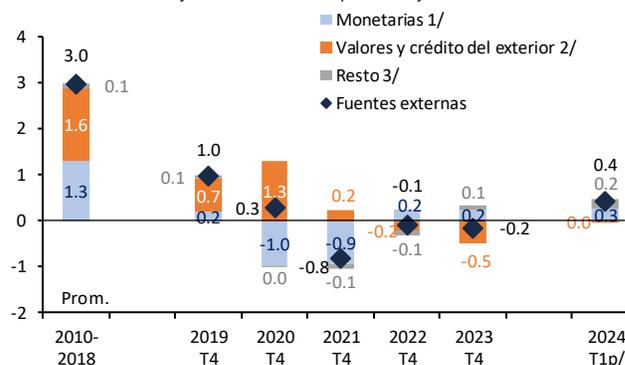
Nota: Las definiciones de cada rubro se muestran en las notas 1 a 4 del Cuadro 5 (Fuentes y Usos de Recursos Financieros de la Economía).

Fuente: Banco de México.

Profundizando en el comportamiento de las fuentes de recursos financieros de la economía, las fuentes externas registraron un flujo anual de 0.4% del PIB en el primer trimestre de 2024 (Gráfica 44). Esta fue la primera cifra positiva anual que han registrado desde junio de 2021. El incremento respecto del trimestre previo reflejó un flujo anual cercano a cero en valores y crédito del exterior, tras haber registrado un flujo anual negativo en 2023 (Gráfica 45). Por otra parte, también se observó un aumento del flujo anual de las fuentes monetarias externas, las cuales se situaron en 0.3% del PIB, cifra que se compara con la de 0.2% del PIB del trimestre anterior. Pese a ello, el flujo anual de las fuentes externas es reducido respecto a los años previos a la pandemia. La disminución en el saldo de valores gubernamentales en poder de no

residentes con respecto a finales de 2019 ha contribuido a este resultado. En particular, entre el cierre de 2019 y marzo de 2024, la participación de no residentes se ha reducido de 28.8 a 14.6% (Gráfica 46). A su vez, los títulos gubernamentales que han dejado de estar en poder de no residentes han sido absorbidos de forma ordenada por inversionistas nacionales.

Gráfica 45
Fuentes externas de recursos financieros
 Flujos anuales como porcentaje del PIB



p/ Cifras preliminares. Cifras promedio de 2010 a 2018.

1/ Instrumentos monetarios en poder de no residentes. Incluye valores gubernamentales, captación líquida y a plazo menor a 5 años, acciones de los fondos de inversión de deuda y acreedores por reporto.

2/ Destinado al sector público, a la banca comercial y al sector privado.

3/ Incluye captación de agencias y fuentes no monetarias en poder de no residentes, tales como captación a plazo mayor a 5 años, obligaciones subordinadas y valores privados, entre otros.

Fuente: Banco de México.

Cuadro 5
Fuentes y usos de recursos financieros de la economía

	Flujos anuales como porcentaje del PIB							Variación real anual en por ciento					
	Prom. 2010-18	2019	2020	2021	2022	2023	2024 T1	2019	2020	2021	2022	2023	2024 T1
Total de Fuentes	8.1	5.4	7.6	7.4	6.3	7.9	9.3	2.9	4.1	0.1	-1.2	3.4	5.0
Fuentes internas (F1) ^{1/}	5.1	4.4	7.3	8.2	6.4	8.1	8.9	4.2	7.2	4.2	1.2	6.4	7.6
Monetarias (M3) ^{2/}	3.2	2.6	5.1	5.3	4.6	5.2	5.9	3.6	8.2	4.4	2.2	6.5	8.1
M1	1.6	0.9	3.8	2.7	2.0	1.9	2.5	2.4	16.5	5.2	1.5	4.1	7.6
M2-M1	1.1	1.2	0.4	1.2	1.9	2.0	2.2	4.0	-1.2	-0.7	3.2	6.5	7.7
M3-M2	0.5	0.5	0.9	1.5	0.7	1.3	1.2	6.3	11.5	16.2	2.4	13.6	10.3
No monetarias ^{3/}	2.0	1.8	2.2	2.9	1.8	2.8	2.9	5.3	5.4	3.9	-0.7	6.3	6.8
Fuentes externas ^{4/}	3.0	1.0	0.3	-0.8	-0.1	-0.2	0.4	0.3	-2.2	-9.3	-7.6	-5.1	-2.6
Total de Usos	8.1	5.4	7.6	7.4	6.3	7.9	9.3	2.9	4.1	0.1	-1.2	3.4	5.0
Reserva internacional ^{5/}	0.7	0.5	1.3	0.5	-0.3	0.7	0.8	1.8	7.6	-2.6	-9.5	1.7	3.5
Financiamiento al sector público	3.3	2.3	4.2	3.8	4.3	4.4	5.3	2.6	5.8	1.0	1.9	4.8	7.0
Público federal ^{6/}	3.1	2.3	3.8	3.7	4.3	4.3	5.2	2.9	5.6	1.4	2.4	5.2	7.4
Estados y municipios	0.2	0.0	0.3	0.0	0.0	0.1	0.1	-3.0	9.2	-5.2	-6.7	-2.1	-0.8
Financiamiento al sector privado ^{7/}	3.0	1.7	0.4	1.3	2.8	2.6	2.5	1.9	-2.1	-3.5	0.5	2.7	2.8
Hogares	1.2	0.9	0.6	0.9	1.5	1.4	1.4	3.0	0.3	-1.0	2.0	4.7	4.6
Empresas	1.8	0.9	-0.2	0.4	1.4	1.1	1.2	1.1	-3.8	-5.2	-0.7	1.2	1.5
Otros conceptos ^{8/}	1.1	0.9	1.7	1.7	-0.6	0.3	0.6	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.

Nota: Los flujos anuales como porcentaje del PIB se calculan como la suma acumulada de las fuentes y usos de recursos financieros de cuatro trimestres consecutivos expresados como % del PIB promedio de estos mismos trimestres. Las siglas n.a. significan que no aplica. Las cifras se refieren al cuarto trimestre de cada año, excepto cuando se indica lo contrario.

1/ Los activos financieros internos F1 se componen por las fuentes internas monetarias (ver nota 2 de este cuadro) y no monetarias (ver nota 3 de este cuadro).

2/ Se refiere a los instrumentos financieros incluidos en M3, el cual está compuesto por M2 más los valores emitidos por el Gobierno Federal, el Banco de México y el IPAB en poder de los sectores residentes tenedores de dinero. M2, a su vez, se compone por instrumentos líquidos (billetes, monedas y depósitos de exigibilidad inmediata en bancos y entidades de ahorro y crédito popular) e instrumentos a plazo (captación con un plazo residual de hasta 5 años en bancos, entidades de ahorro y crédito popular, y uniones de crédito; acciones de los fondos de inversión de deuda; y acreedores por reporte de valores).

3/ Incluye los fondos de ahorro para la vivienda y el retiro, valores privados, otros valores públicos, títulos de crédito emitidos por la banca comercial con plazo residual mayor a 5 años y obligaciones subordinadas.

4/ Incluye los instrumentos monetarios en poder de no residentes (i.e., el agregado MNR, igual a la diferencia entre M4 y M3) y otras fuentes externas no monetarias (endeudamiento externo del Gobierno Federal y de organismos y empresas públicas; los pasivos externos de la banca comercial; el financiamiento externo al sector privado no financiero; la captación de agencias; entre otros).

5/ Según se define en la Ley del Banco de México.

6/ Se refiere a los Requerimientos Financieros del Sector Público (RFSP) de cada ejercicio, los cuales incluyen la aplicación de los remanentes de operación del Banco de México entregados al Gobierno Federal.

7/ Se refiere a la cartera de crédito de los intermediarios financieros, Infonavit y Fovissste, así como a la emisión de deuda interna y el financiamiento externo de las empresas privadas no financieras.

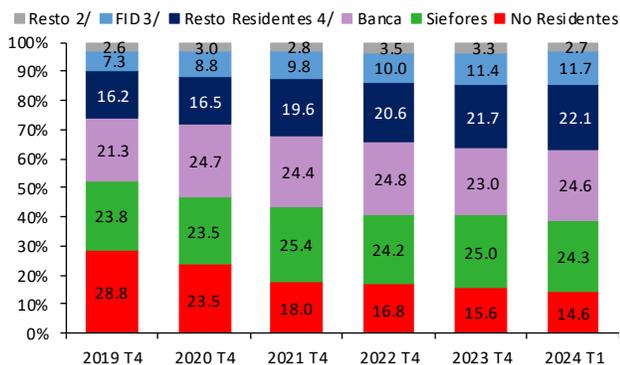
8/ Considera las cuentas de capital y resultados y otros activos y pasivos de la banca comercial y de desarrollo, intermediarios financieros no bancarios, Infonavit y Banco de México (incluyendo los títulos colocados con propósitos de regulación monetaria, como aquellos asociados con la esterilización del impacto monetario de sus remanentes de operación), pasivos no monetarios del IPAB, así como el efecto del cambio en la valuación de los instrumentos de deuda pública, entre otros conceptos.

Fuente: Banco de México.

Gráfica 46

Valores gubernamentales por sector tenedor^{1/}

Estructura porcentual



1/ Con base en la tenencia a valor de mercado con criterio económico.

2/ Sector público y Banco de México.

3/ Fondos de inversión de deuda.

4/ Incluye compañías de seguros, casas de bolsa, empresas privadas no financieras, tenencia en directo de personas físicas, entre otros.

Fuente: Banco de México.

El flujo anual de las fuentes internas se situó en 8.9% del PIB en el primer trimestre de 2024, cifra máxima que se tiene registrada en la estadística (Gráfica 47a). Ello reflejó principalmente un elevado dinamismo de las fuentes monetarias, cuyo flujo anual aumentó de 5.2% en el cuarto trimestre de 2023 a 5.9% en el periodo de referencia. En su interior, se expandió en magnitud significativa la demanda del sector privado tanto por instrumentos a plazo —medidos en los agregados M3-M2 y M2-M1— como por activos líquidos, que se registran en el agregado monetario M1 (Gráfica 47b). La mayor parte del incremento en las fuentes monetarias respecto al trimestre previo correspondió a un aumento en M1. En particular, este agregado monetario registró un flujo anual de 2.5% del PIB en el primer trimestre de 2024, cifra superior a la del trimestre previo de 1.9% del PIB. A esta mayor expansión en el margen contribuyó la dispersión de recursos asociados con los programas sociales del Gobierno Federal, cuyo calendario de distribución fue modificado por la veda electoral. Dicho cambio implicó que los recursos correspondientes al segundo y tercer bimestre del año se terminaran de pagar por adelantado en

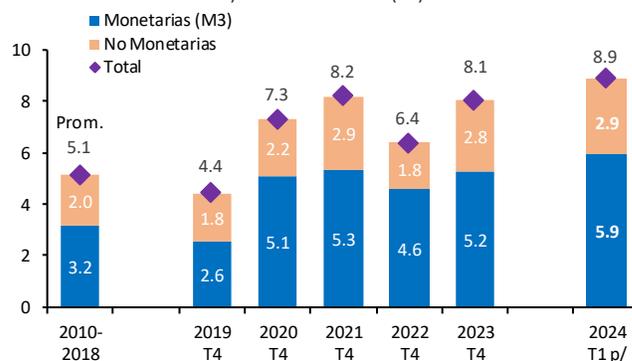
febrero de 2024, lo cual coincidió con un repunte en la circulación de billetes y monedas en el país (Gráfica 48). En el Recuadro 4 se analiza con mayor profundidad la evolución reciente de la circulación de efectivo en el país, la cual responde a la demanda del público por dichos instrumentos. En particular, se muestra cómo, una vez que se han ido disipando los efectos de la pandemia, la expansión en la demanda de dinero en México ha estado explicada principalmente por la evolución de la actividad económica y por el efecto del cambio en la postura monetaria que se ha implementado desde 2021. Asimismo, se ilustra cómo algunos factores idiosincráticos, como aquellos asociados con el ciclo electoral, suelen tener un efecto transitorio sobre la demanda de dinero en el país.

Gráfica 47

Fuentes internas

Flujos anuales como porcentaje del PIB

a) Fuentes internas (F1)



b) Fuentes monetarias (M3)

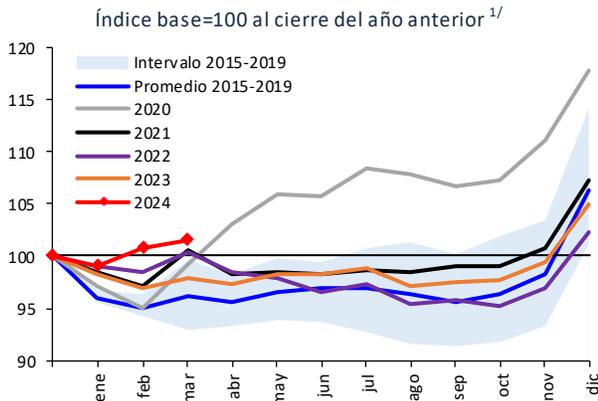


p/ Cifras preliminares. Cifras promedio de 2010 a 2018.

Fuente: Banco de México.

Gráfica 48

Billetes y monedas en circulación a precios constantes



1/ Las variaciones acumuladas a cada mes se calculan como el cambio entre el saldo a ese mes respecto del saldo a diciembre del año previo, a precios de marzo de 2024.
Fuente: Banco de México.

En lo que toca al componente a plazo de las fuentes monetarias, el agregado monetario M3-M1 registró un flujo anual de 3.4% del PIB en el primer trimestre de 2024, que se compara con una cifra de 3.3% en el trimestre previo (Gráfica 47b). Así, el flujo registrado en el periodo de referencia continuó siendo muy elevado en relación con el promedio entre 2010 y 2018, el cual se situó en 1.6% del PIB. La mayor demanda de activos a plazo que se ha observado principalmente entre los hogares es congruente con el rendimiento relativamente alto que continuó ofreciendo este tipo de instrumentos en el periodo (Gráfica 49). Por último, las fuentes no monetarias siguieron mostrando un flujo anual alto respecto a su promedio histórico y ligeramente mayor al del trimestre previo debido en parte al crecimiento observado en los fondos de ahorro para el retiro (Gráfica 47a). Esta expansión es congruente con mayores aportaciones a dichos fondos, en parte como consecuencia de la evolución de la masa salarial en México. Asimismo, el incremento en las

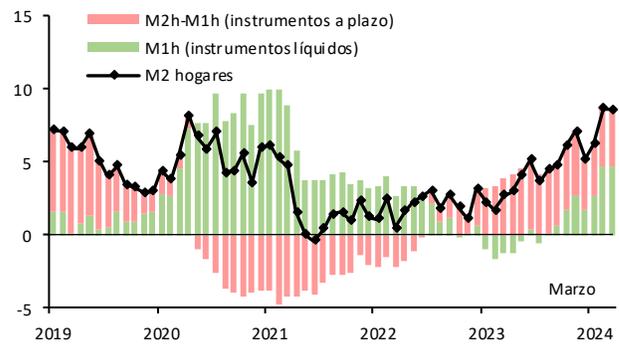
aportaciones patronales por empleado a las cuentas para el retiro de los trabajadores, ocasionado por la reforma al sistema de pensiones de 2020, también ha contribuido a este resultado.

Gráfica 49

Instrumentos monetarios en poder de hogares

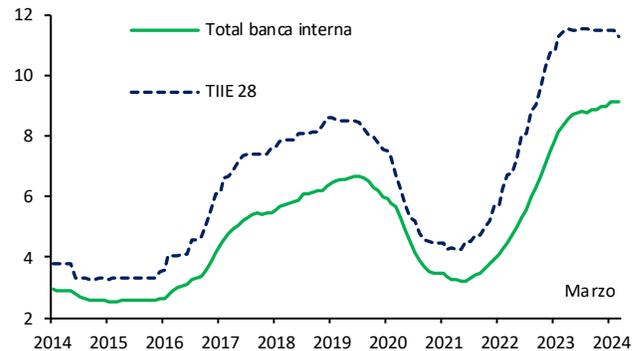
a) M2 hogares y sus componentes

Variación real anual y contribución al crecimiento en por ciento ^{1/}



b) Tasa de interés efectiva de los instrumentos de captación a plazo a hogares ^{2/} y tasa TIIE 28

Por ciento



1/ Las cifras se calculan con base en los saldos ajustados por efectos de variaciones en el tipo de cambio.

2/ Incluye depósitos a plazo, bonos bancarios y certificados bursátiles con un plazo residual menor o igual a 5 años en la banca interna en moneda nacional.

Fuente: Banco de México.

Recuadro 4. Evolución reciente de la demanda de billetes y monedas en México

1. Introducción

En años recientes, la circulación de billetes y monedas en México se ha expandido de forma significativa, reflejando la evolución de la demanda de efectivo por parte de la población mexicana, la cual el Banco de México busca satisfacer en cumplimiento de su responsabilidad de proveer a la economía del país de moneda nacional. En este contexto, en este Recuadro se estima un modelo econométrico para analizar cuáles han sido los principales determinantes de la demanda de billetes y monedas en México. En particular, se muestra que, tras haber aumentado de forma extraordinaria en el inicio de la pandemia, la demanda de dinero en años recientes ha sido explicada principalmente por la evolución de la actividad económica en México, así como por el efecto del cambio en la postura monetaria implementado a partir de 2021 sobre la demanda de activos líquidos. Ello redundó en un crecimiento en la circulación de billetes y monedas que, en 2023, se aproximó al promedio observado en los años anteriores a la pandemia de COVID-19. Asimismo, se ilustra cómo algunos factores idiosincráticos, como aquellos asociados con el ciclo electoral, han tenido un efecto transitorio sobre la demanda de dinero en el país, como se ha observado también en episodios anteriores.

2. Evolución reciente de los billetes y monedas en circulación en México

La circulación de billetes y monedas en México aumentó de forma extraordinaria en el inicio de la pandemia de COVID-19 (Gráfica 1a). En particular, esta variable registró un crecimiento anual promedio de alrededor de 18% en los dos años posteriores a marzo de 2020, alcanzando un máximo de 25% en febrero de 2021. Estas cifras resultaron muy superiores al crecimiento observado en años previos. El mayor crecimiento durante el periodo reflejó principalmente una mayor demanda de billetes y monedas por parte del público debido a motivos precautorios, asociados con la necesidad de los hogares por mantener efectivo para poder hacer frente a gastos inesperados (por ejemplo, por motivos de salud), o bien para reducir la posibilidad de un contagio en los trayectos para realizar operaciones bancarias, entre otros motivos.¹ Esta expansión significativa en la demanda de activos líquidos no solo se observó en México, sino que también ocurrió en otras economías, tanto avanzadas como emergentes, reflejando el carácter global del fenómeno.²

Posteriormente, y sobre todo a partir de la segunda mitad de 2022, se comenzó a observar una desaceleración en la tasa de crecimiento de los billetes y monedas en circulación. Ello fue resultado sobre todo de dos factores. En primer lugar, la desaceleración reflejó el desvanecimiento de los efectos de la pandemia sobre la demanda de activos líquidos de los hogares en

México. En la medida en que los hogares percibieron que se redujo la probabilidad de tener que hacer frente a gastos inesperados, la necesidad de acumular activos líquidos por motivos precautorios disminuyó de forma considerable. En segundo lugar, el ciclo de alzas en la tasa de política monetaria que se comenzó a implementar en México a partir de junio de 2021, indujo un aumento en el rendimiento de los instrumentos a plazo a disposición de los hogares. Ello aumentó el costo de oportunidad de mantener activos de bajo o nulo rendimiento, lo cual a su vez provocó una reducción en la demanda de activos líquidos por parte de los hogares en México.³

A partir de 2023, la circulación de billetes y monedas en México mantuvo un ritmo de crecimiento relativamente estable y similar a su promedio registrado en años anteriores. En particular, la variación anual promedio de billetes y monedas en 2023 fue de 8.8%. Esta cifra es muy similar al promedio de 8.2% observado en los tres años previos a la pandemia, entre enero de 2017 y febrero de 2020, e inferior al crecimiento promedio de 9.8% que se registró entre enero de 2010 y marzo de 2014.⁴ Expresando las cifras en términos reales, el crecimiento de billetes y monedas en 2023 también se ubica cerca del promedio histórico. En efecto, en 2023 el crecimiento promedio real de billetes y monedas fue de 3.1%, lo que se compara con una cifra promedio de 3.3% entre enero de 2017 y febrero de 2020. Finalmente, la Gráfica 1b ilustra que, descontando por el crecimiento de la actividad económica, es decir, restando el crecimiento real de billetes y monedas menos el del IGAE, se obtiene que la expansión en la circulación de billetes y monedas durante 2023 se ubicó en un nivel similar al observado en los años previos a la pandemia.

Gráfica 1

Billetes y monedas en circulación

a) Variación nominal y real anual en por ciento (%)



¹ Ver Recuadro "La demanda de billetes y monedas en México durante la pandemia de COVID-19" en el Informe Trimestral Abril-Junio 2021 del Banco de México.

² Ver Recuadro "Evolución reciente de los agregados monetarios y crediticios en distintas economías" en el Informe Trimestral Abril - Junio 2020 del Banco de México.

³ Ver Recuadro "Cambios recientes en la composición del ahorro financiero de los hogares en México" en el Informe Trimestral Enero - Marzo 2023 del Banco de México.

⁴ Entre abril de 2014 y diciembre de 2016, la demanda de billetes y monedas exhibió un repunte en su ritmo de crecimiento. El periodo coincidió con algunos cambios en el marco regulatorio y tributario que pudieron generar la percepción de una mayor fiscalización al gasto de los hogares. Ello, a su vez, pudo haber incentivado a algunos individuos a sustituir el uso de medios de pago electrónicos por billetes y monedas.

b) Crecimiento de la circulación de billetes y monedas
menos el crecimiento del IGAE
Diferencia en puntos porcentuales



*/ Último dato al 30 de abril de 2024.

Fuente: Banco de México e INEGI.

Más recientemente, el ritmo de crecimiento de los billetes y monedas en circulación exhibió un repunte en el primer trimestre de 2024 (Gráfica 2a). En particular, tras haber crecido a un ritmo relativamente estable alrededor de 9%, la variación anual de los billetes y monedas en circulación aumentó de manera significativa a partir de la primera semana de febrero, alcanzando un nivel de hasta 14.2% al cierre de dicho mes. Este repunte coincidió con las semanas en las que se dispersaron por adelantado los recursos correspondientes al segundo y tercer bimestre de 2024 de diversos programas sociales del Gobierno Federal, debido a la veda electoral.⁵ El cambio en el calendario provocó que en los primeros dos meses del año se dispersaran los recursos que, bajo un calendario habitual, se hubieran distribuido a lo largo del primer semestre del año (Gráfica 2b).

Las transferencias asociadas con programas sociales del Gobierno Federal suelen tener un efecto sobre la circulación de efectivo en la economía. Cada bimestre que se transfieren estos recursos a la población, las instituciones encargadas de realizar su pago o transferencia demandan una mayor cantidad de efectivo, con lo que se incrementa temporalmente la circulación de dinero. Estos recursos se entregan ya sea mediante pago en efectivo o mediante depósitos bancarios a la vista, que la población beneficiaria suele retirar vía cajero automático. En la Gráfica 3, se muestran los flujos de retiros y depósitos de billetes de la banca a partir de 2020. Se puede apreciar cómo los retiros de billetes se han incrementado de forma importante cada vez que ha habido un adelanto en el pago de programas sociales. Es importante notar también que dichos repuntes han sido transitorios, toda vez que el flujo de retiros tiende a disminuir significativamente al mes siguiente.

Por último, es usual observar un incremento en la demanda de dinero en los meses previos a la celebración de elecciones federales en México (Gráfica 4). Al igual que en 2024, en años

anteriores esto refleja en parte los efectos asociados con el adelanto en la distribución de recursos de programas sociales debido a la veda electoral.⁶ Dichos repuntes han sido transitorios de modo que la variación anual en la demanda de billetes y monedas suele disminuir en los meses posteriores a la elección.

Gráfica 2

Billetes y monedas en circulación

a) Variación nominal anual en por ciento en periodicidad semanal



b) Transferencias asociadas con los principales programas sociales^{3/}

Flujos acumulados en miles de millones de pesos



*/ Último dato al 3 de mayo de 2024.

1/ Pago del primer bimestre de 2024, del 3 al 26 de enero.

2/ Pago del segundo bimestre y adelanto del tercer bimestre de 2024 por veda electoral, del 29 de enero al 23 de febrero.

3/ Incluye pensión para adultos mayores (PAM); sembrando vida; pensión para el bienestar de las personas con discapacidad permanente; bienestar de las niñas y niños, hijos de madres trabajadoras; becas Benito Juárez Básica y Media Superior; jóvenes escribiendo el futuro y jóvenes construyendo el futuro. Cifras estimadas con base en el presupuesto aprobado.

4/ Fechas de pago programadas sin considerar los adelantos en los programas sociales por las elecciones.

5/ En 2024, el periodo de pago del adelanto de los programas sociales ocurrió del 29 de enero al 23 de febrero para PAM, becas Benito Juárez y el programa de bienestar de las niñas y niños, hijos de madres trabajadoras.

Fuente: Banco de México, con información del Gobierno Federal.

⁵ En particular, hubo un cambio en el calendario de distribución en los programas de pensión para el bienestar de las personas adultas mayores, pensión para el bienestar de las personas con discapacidad, becas Benito Juárez, y en el programa de apoyo para el bienestar de niñas y niños hijos de madres trabajadoras.

⁶ En las elecciones federales de 2018, se anunciaron adelantos en los pagos correspondientes a los programas Prospera y Pensión para Adultos Mayores. En

2015, los beneficiarios de los programas Prospera, Pensión para Adultos Mayores y Seguro de Vida para Mujeres Jefas de Familia recibieron los pagos correspondientes a mayo y junio 45 días antes del inicio de la jornada electoral. En 2012, se reprogramaron las transferencias económicas de los Programas Oportunidades (en conjunto con el Programa de Apoyo Alimentario) y 70 y Más.

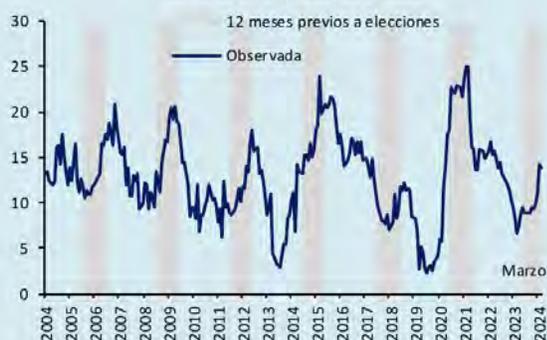
Gráfica 3
Depósitos y retiros de billetes de la banca
 Flujos como proporción del promedio de 5 años previos a la pandemia (2015-19)



1/ Meses en los que se anunciaron adelantos de programas sociales.

Fuente: Banco de México.

Gráfica 4
Billetes y monedas en circulación
 Variación anual en por ciento



Fuente: Banco de México.

3. Determinantes de la demanda de billetes y monedas

Para analizar los determinantes de la demanda de billetes y monedas en México, se estima un modelo econométrico que incluye tres tipos de variables:

- i. Variables de escala para capturar el *motivo transaccional* de la demanda de efectivo, asociado a su vez con la necesidad de hacer y recibir pagos al adquirir bienes y servicios. Además del PIB, que es la variable más utilizada en la literatura para capturar dicho motivo, se utiliza

también la variable de *remesas* como complemento, dada su importancia en la economía mexicana como fuente de ingreso para algunos hogares.⁷

- ii. Variables que capturan el motivo de *costo de oportunidad* de la demanda de efectivo, como la tasa de interés de valores gubernamentales de corto plazo.
- iii. Otras variables que capturan *factores idiosincráticos* de la demanda de dinero. Entre ellos, se pueden incluir factores estacionales, como aquellos asociados con el ciclo electoral, o bien que sean útiles para modelar periodos atípicos, como la pandemia.

Así, utilizando datos con frecuencia trimestral que cubren el periodo de 1996-T1 a 2024-T1, se estimó un modelo autorregresivo de rezagos distribuidos (ARDL) cuya representación de largo plazo arroja las siguientes elasticidades (los errores estándar se muestran entre paréntesis):⁸

$$\log\left(\frac{M_t}{P_t}\right) = \alpha + 1.03 \log(Y)_t - 3.13 i_t + 0.23 \log(rem)_t + Z_t\beta + \epsilon_t$$

(0.44) (0.72) (0.09)

Donde:

$\frac{M_t}{P_t}$ = Saldos reales de billetes y monedas.

Y_t = PIB real.

i_t = Tasas de interés de Cetes a 28 días.

rem_t = Remesas en pesos reales con ajuste estacional.

Z_t = Un vector de variables que capturan efectos estacionales (ciclo electoral, semana santa) y otros determinantes idiosincráticos de la demanda de dinero (contiene variables de control por la reforma hacendaria y la pandemia de COVID-19).

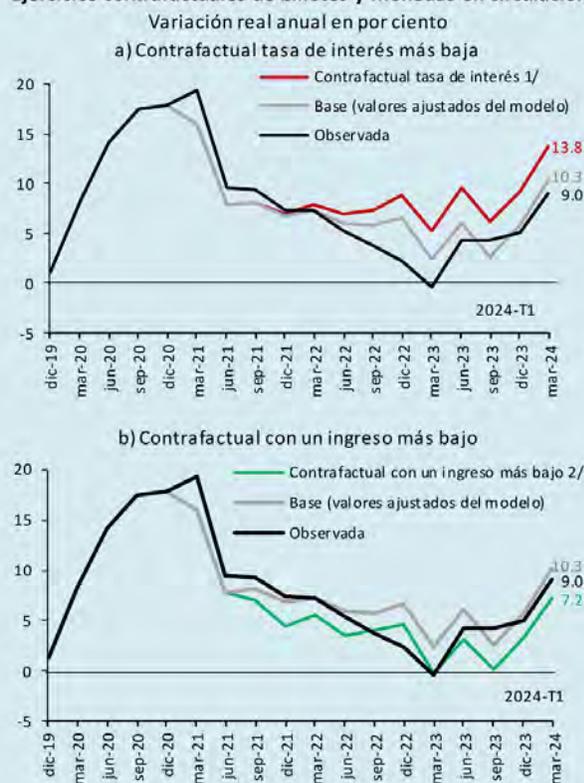
Los resultados muestran que el *motivo transaccional* tiene un efecto positivo sobre la demanda de billetes y monedas en México. Esto se desprende de los coeficientes positivos asociados con el PIB y con las remesas. Ello implica que la recuperación que ha exhibido la economía mexicana desde 2021 ha ayudado a explicar en lo fundamental la expansión de la demanda de billetes y monedas durante el periodo. Asimismo, los mayores flujos de remesas han contribuido también a una mayor demanda de efectivo de los hogares en México, en la medida en que los depósitos son retirados de las cuentas correspondientes. Por otro lado, la tasa de interés de corto plazo tiene un efecto negativo sobre la demanda de efectivo en el país, reflejando un efecto de costo de oportunidad: ante un mayor rendimiento de los instrumentos a plazo, los hogares demandan en menor medida activos con nulo rendimiento, como el efectivo.

⁷ En la literatura, el PIB se suele utilizar para estos fines bajo el supuesto de que el volumen de transacciones en una economía tiende a crecer cuando el producto es mayor. Otros estudios de la demanda de dinero en México consideran a las remesas como una medida complementaria al PIB para aproximar el volumen de transacciones en la economía, como Ramos Francia et al. (2015).

⁸ La estimación se realizó con la metodología "de lo general a lo específico", que sirve para seleccionar el modelo óptimo utilizando los algoritmos de Autometrics

con un nivel de significancia del 5%. Estos algoritmos seleccionan un modelo que satisface las siguientes características deseables: sus residuales satisfacen los supuestos necesarios para realizar inferencia (i.e. no presentan autocorrelación o heterocedasticidad, y se comportan de acuerdo a la distribución normal), y tiene el mejor ajuste posible. La R2 resultó de 0.85.

Gráfica 5
Ejercicios contrafactuales de billetes y monedas en circulación



1/ Se asume que la tasa de interés permanece constante a partir del primer trimestre de 2021.

2/ Se asume un ingreso más bajo, con PIB y remesas constantes a partir del primer trimestre de 2021.

Fuente: Elaborado por Banco de México con base en el modelo de demanda de billetes y monedas.

Para ayudar a dimensionar el impacto que han tenido estas variables macroeconómicas sobre la demanda de dinero en México, se realizaron dos ejercicios contrafactuales independientes basados en el modelo econométrico estimado. Como se muestra en la Gráfica 5, el valor ajustado del modelo es una buena aproximación de los datos observados, de modo que el ajuste del modelo es apropiado. La Gráfica 5a compara el ajuste del modelo con la trayectoria obtenida bajo un escenario en el que la tasa de interés se mantiene fija después del primer trimestre de 2021. Se obtiene que el ritmo de crecimiento de billetes y monedas hubiera sido considerablemente más alto de no haberse implementado un cambio en la postura monetaria a

⁹ Los escenarios que se contemplan en esta sección están diseñados para ilustrar el efecto independiente que ha tenido la evolución de distintas variables macroeconómicas sobre la demanda de dinero en el país. Este ejercicio no está diseñado para medir otros efectos de segundo orden que sin duda se podrían manifestar en los escenarios contrafactuales, relacionados por ejemplo con cómo impacta la trayectoria de la tasa de interés de corto plazo sobre la evolución de la actividad económica y, por lo tanto, sobre el ingreso disponible de los hogares y la demanda de dinero por motivos transaccionales.

¹⁰ Una manera alternativa de evaluar el impacto de un choque en estas variables sobre la trayectoria de billetes y monedas es mediante un ejercicio de impulso

partir de 2021. En particular, se estima que el crecimiento real promedio de billetes y monedas durante 2023 hubiera sido alrededor de 3.5 puntos porcentuales más alto en un escenario contrafactual en el que se no se implementa un ciclo de alzas en la tasa de política monetaria a partir de 2021.

Por último, la Gráfica 5b compara el ajuste del modelo con una segunda trayectoria contrafactual, independiente de la anterior.⁹ En particular, esta segunda trayectoria contrafactual se obtiene bajo un escenario en el que el PIB y las remesas permanecen constantes a partir de 2021. En este escenario alternativo, se obtiene que el ritmo de expansión de billetes y monedas hubiera sido alrededor de 2 puntos porcentuales menor, en promedio, durante 2023 (Gráfica 5b).¹⁰

4. Consideraciones finales

El episodio inflacionario que se manifestó en México y a nivel global en años recientes requirió acciones contundentes de política monetaria, que se tradujeron en un ciclo de alzas en la tasa de referencia en el país. Como se ilustró en este Recuadro, el cambio en la postura monetaria contribuyó a que la demanda de billetes y monedas en el país se desacelerara, evidenciando el funcionamiento adecuado de uno de los canales de transmisión de la política monetaria en México. En trimestres más recientes, la demanda de billetes retomó un ritmo de expansión similar al que se había observado antes de la pandemia, impulsada por la expansión robusta de la actividad económica en México durante 2023. Más allá de estas variables que tienen un efecto significativo sobre la demanda de dinero en el país, este Recuadro mostró también cómo se pueden generar cambios transitorios en la circulación de billetes y monedas en el país como consecuencia de otros factores idiosincráticos, tales como aquellos asociados con el ciclo electoral.

5. Referencias

Banco de México (2020). "Evolución reciente de los agregados monetarios y crediticios en distintas economías". *Informe Trimestral Abril - Junio 2020*.

Banco de México (2021). "La demanda de billetes y monedas en México durante la pandemia de COVID-19". *Informe Trimestral Abril - Junio 2021*.

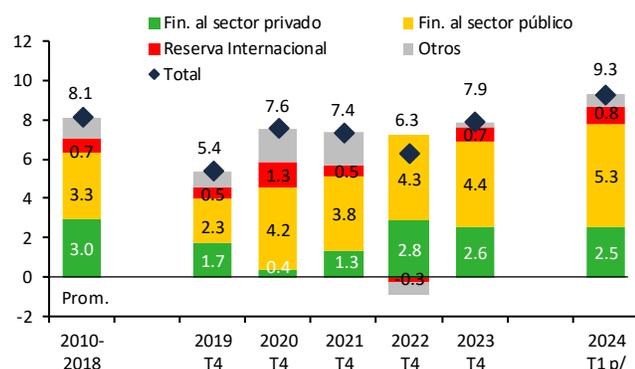
Banco de México (2023). "Cambios recientes en la composición del ahorro financiero de los hogares en México". *Informe Trimestral Enero - Marzo 2023*.

Ramos-Francia, M., Noriega, E. y Rodríguez-Pérez, C. (2015). "Uso de agregados monetarios como indicadores de la evolución futura de los precios al consumidor: Crecimiento monetario y meta de inflación". *Documentos de Investigación del Banco de México*, N° 2015-14. Banco de México, México.

respuesta. En particular, utilizando este modelo, si se observara un incremento persistente de una desviación estándar en la tasa de interés de corto plazo, se obtendría una disminución en el saldo de billetes y monedas de 1% dos trimestres adelante, y de 2% seis trimestres adelante. Alternativamente, frente a un choque temporal de una desviación estándar en la tasa de crecimiento de la economía (es decir, un choque permanente sobre el nivel de actividad económica), se obtendría un mayor nivel en el saldo de billetes y monedas de 0.9% dos trimestres adelante, y 1.2% seis trimestres adelante.

En lo que se refiere a los usos de recursos financieros de la economía, el flujo anual de la reserva internacional fue de 0.8% del PIB, cifra ligeramente mayor a la observada el trimestre previo de 0.7% (Gráfica 50). El saldo de la reserva internacional se situó en 217.2 miles de millones de dólares (mmd) al cierre de marzo de 2024, cifra superior a la observada al fin del trimestre previo (212.8 mmd). Ello fue resultado de efectos de valuación positivos en los activos internacionales del Banco de México, así como de las ventas de dólares al Banco de México por parte del Gobierno Federal, Pemex y del Fondo Mexicano del Petróleo para la Estabilización y el Desarrollo realizadas durante el trimestre.

Gráfica 50
Usos de recursos financieros de la economía
Flujos anuales como porcentaje del PIB

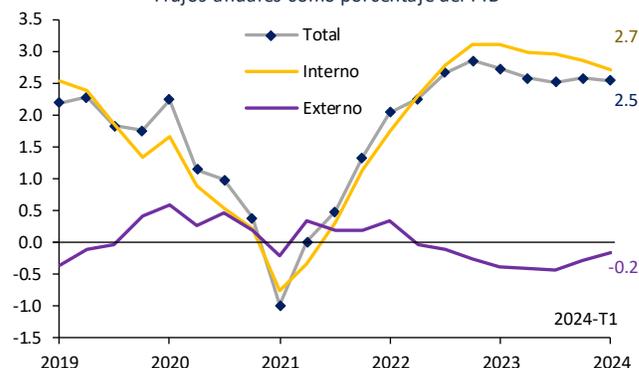


p/ Cifras preliminares. Cifras promedio de 2010 a 2018.
Nota: Las definiciones de cada rubro se muestran en las notas 5 a la 8 del Cuadro 5 (Fuentes y Usos de Recursos Financieros de la Economía).
Fuente: Banco de México.

Por su parte, en el primer trimestre de 2024, el flujo anual del financiamiento al sector público fue de 5.3% del PIB (Gráfica 50). El trimestre previo, dicha cifra se ubicó en 4.4%, mientras que el promedio entre 2010 y 2018 fue de 3.3% del PIB. Este incremento es congruente con una ampliación del déficit público, el cual registró un flujo acumulado anual de 4.3% del PIB en el primer trimestre de 2024, cifra que se compara con la de 3.3% en el cuarto trimestre de 2023. Se anticipa que el déficit público ascienda al 5.0% del PIB al cierre de 2024.

El financiamiento total al sector privado registró un flujo anual de 2.5% del PIB en el primer trimestre de 2024, cifra similar a la observada el trimestre previo de 2.6% del PIB (Gráfica 51). En su interior, el flujo anual del financiamiento externo fue ligeramente negativo, aunque en menor magnitud que en trimestres previos. Por su parte, el financiamiento interno continuó creciendo, si bien exhibió cierta moderación en su ritmo de expansión.

Gráfica 51
Financiamiento al sector privado no financiero
Flujos anuales como porcentaje del PIB



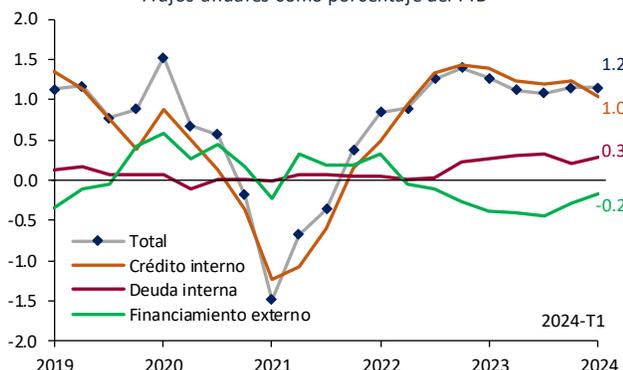
Fuente: Banco de México.

El financiamiento total a las empresas mostró un flujo anual de 1.2% del PIB, que se compara con una cifra de 1.1% del PIB en el trimestre anterior (Gráfica 52). En su interior, el crédito interno a las empresas registró un flujo anual de 1.0% del PIB en el primer trimestre de 2024, cifra ligeramente inferior al 1.2% registrado en el trimestre previo (Gráfica 53). Por otra parte, las empresas mexicanas continuaron expandiendo su actividad en el mercado de deuda bursátil interno. Asimismo, realizaron colocaciones de deuda en el mercado externo por primera vez desde julio de 2023. Ello provocó un flujo positivo en la deuda externa neta, siendo el primero que se registra desde febrero de 2023. La mayor actividad de las empresas en el mercado de deuda externa es congruente con cierta mejoría en las condiciones que enfrentaron en los mercados financieros internacionales, reflejado a su vez en una disminución en el diferencial de tasas en colocaciones privadas externas de empresas mexicanas (Gráfica 54).

Gráfica 52

Financiamiento a empresas privadas no financieras

Flujos anuales como porcentaje del PIB

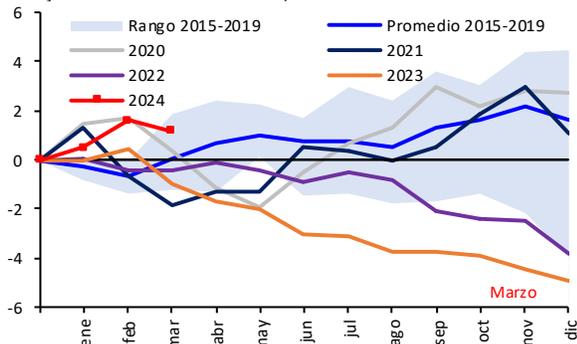


Fuente: Banco de México.

Gráfica 53

Colocación externa neta de valores de mediano plazo de empresas privadas no financieras ^{1/2/}

Flujos acumulados en el año, miles de millones de dólares



1/ Colocaciones brutas (colocaciones y ampliaciones) menos amortizaciones (vencimientos y prepagos).

2/ Las variaciones acumuladas en cada mes se calculan como el cambio entre el saldo a ese mes respecto del saldo a diciembre del año previo.

Fuente: Banco de México.

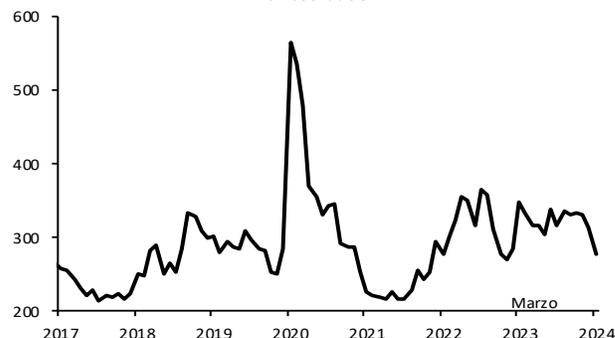
Profundizando en el crédito interno a las empresas, el crédito de la banca comercial a dichos agentes continuó expandiéndose, si bien a un ritmo menor respecto al observado el año pasado (Gráfica 55a). En su interior, se registró una contracción en el crédito otorgado a las empresas emisoras en el primer trimestre de 2024 (Gráfica 55b). Ello reflejó que algunas de ellas han cancelado su deuda bancaria y ampliado su posición en los mercados de deuda bursátil. En tanto, el crédito otorgado al resto de las empresas continuó expandiéndose. En general, la dinámica del crédito otorgado por la banca comercial

a las empresas es congruente con una demanda de crédito que continuó aumentando en el primer trimestre de 2024, si bien con menor intensidad que en trimestres previos. Asimismo, las condiciones de financiamiento en el segmento se mantuvieron relativamente estrechas, en un contexto en el que las tasas de interés permanecieron en niveles elevados (Gráfica 56). De manera congruente, los márgenes de intermediación del crédito en el segmento aumentaron ligeramente, si bien se ubican en niveles similares a los observados antes de la pandemia (Gráfica 57).

Gráfica 54

Diferencial de tasas en colocaciones privadas externas ^{1/}

Puntos base



1/ Se calcula como la diferencia entre el rendimiento observado del bono corporativo respecto al rendimiento de un bono del Tesoro de Estados Unidos con un plazo remanente comparable. Incluye únicamente bonos emitidos en dólares de los EUA y a tasa fija.

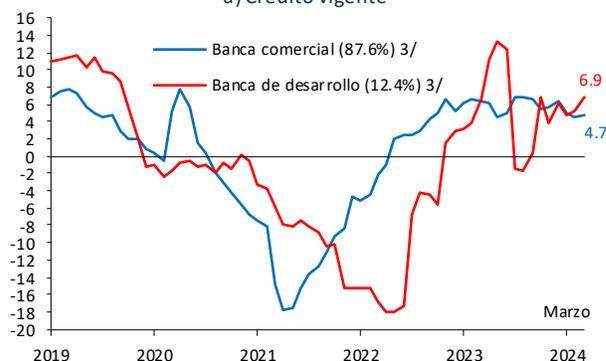
Fuente: Elaborado por el Banco de México.

Gráfica 55

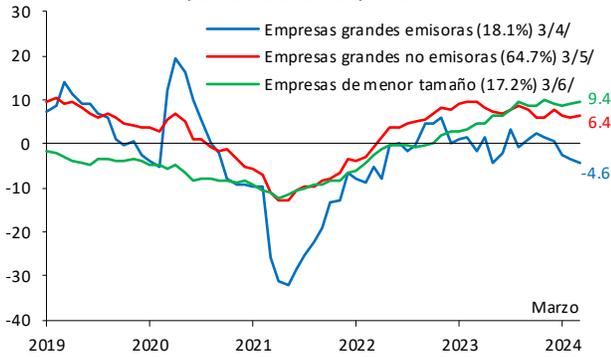
Crédito a las empresas privadas no financieras

Variación real anual en por ciento

a) Crédito vigente ^{1/}



b) Crédito vigente de la banca comercial por tamaño de empresa ^{2/}



1/ Se reporta entre paréntesis la participación porcentual en el crédito vigente de la banca a las empresas en marzo de 2024.

2/ Se reporta entre paréntesis la participación porcentual en el crédito vigente de la banca comercial a las empresas en marzo de 2024.

3/ Cifras ajustadas por efecto cambiario.

4/ Empresas privadas no financieras que han realizado al menos una emisión de deuda interna o externa de diciembre de 2003 a la fecha.

5/ Empresas no emisoras que han obtenido créditos superiores a 100 millones de pesos al menos en algún mes de diciembre de 2003 a la fecha.

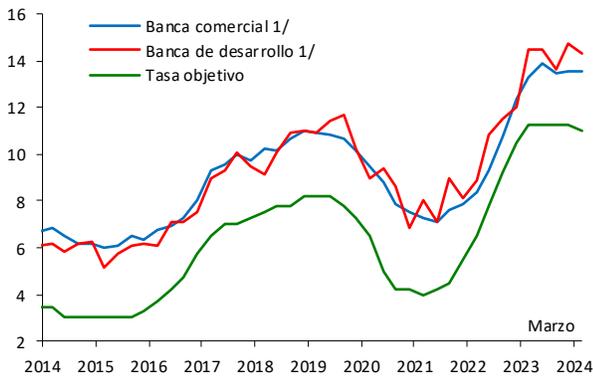
6/ Resto de empresas no emisoras.

Fuente: Banco de México.

Gráfica 56

Tasa de interés anual de nuevos créditos a empresas privadas no financieras

Por ciento



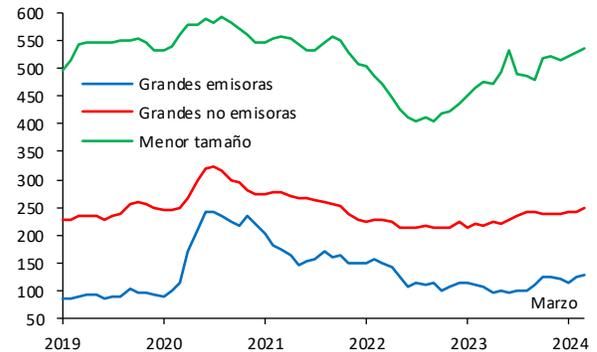
1/ Tasa promedio ponderada por el saldo asociado de crédito vigente y para todos los plazos convenidos, promedio trimestral en por ciento.

Fuente: Banco de México.

Gráfica 57

Diferencial de tasas de interés de créditos nuevos por tamaño de empresa

Promedio ponderado en media móvil de 3 meses en puntos base



Nota: Los diferenciales se calculan tomando como referencia el rendimiento de un swap de tasa de interés interbancaria (TIIE 28 días) con una estructura de pagos equivalente a la de cada préstamo a las empresas. El promedio se pondera con base en el monto de cada crédito.

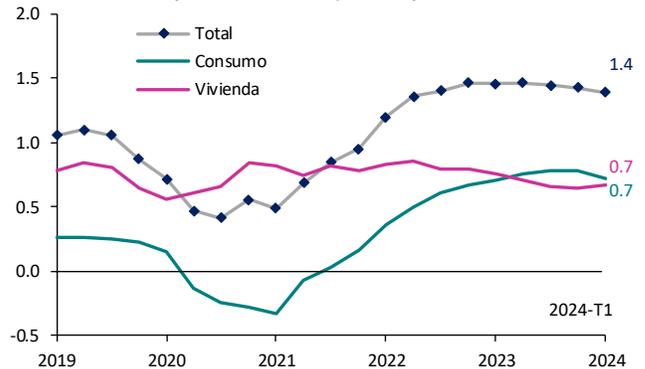
Fuente: Banco de México.

El crédito a los hogares registró un flujo anual de 1.4% del PIB, cifra similar a la del trimestre anterior (Gráfica 58). En su interior, el crédito a la vivienda continuó expandiéndose a un ritmo moderado, exhibiendo un flujo anual de 0.7% del PIB. Por su parte, el crédito al consumo mostró un flujo anual de 0.7% del PIB en el primer trimestre de 2024, cifra elevada respecto a su historia reciente, aunque ligeramente menor a la del trimestre anterior de 0.8% del PIB.

Gráfica 58

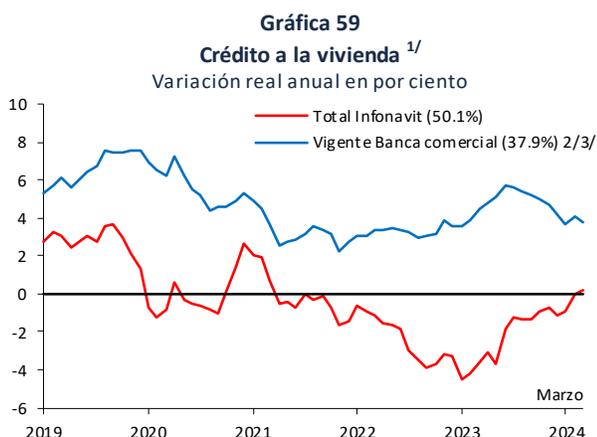
Crédito a los hogares

Flujos anuales como porcentaje del PIB



Fuente: Banco de México.

En lo que toca al crédito a la vivienda, se registró una expansión en la cartera de la banca comercial, aunque a tasas anuales ligeramente menores a las observadas en el trimestre previo (Gráfica 59). Ello al tiempo que las tasas de interés asociadas con los créditos de la banca comercial registraron un aumento moderado, si bien continúan situándose en un nivel similar al observado previo a la pandemia. (Gráfica 60). Por su parte, el financiamiento otorgado por el Infonavit registró una variación real anual cercana a cero, tras haber registrado contracciones desde abril de 2021.



1/ Se reporta entre paréntesis la participación porcentual en el crédito otorgado por estos intermediarios en marzo de 2024.
 2/ Las cifras se ajustan por la salida e incorporación de algunos intermediarios financieros a la estadística de crédito.
 3/ Las cifras se ajustan para no verse distorsionadas por efectos de traspaso y reclasificación de créditos en cartera directa, del traspaso de la cartera del fideicomiso UDIS al balance de la banca comercial y por la reclasificación de créditos en cartera directa a ADES.

Fuente: Banco de México.

Gráfica 60
 Tasa de interés anual del crédito a la vivienda
 Por ciento

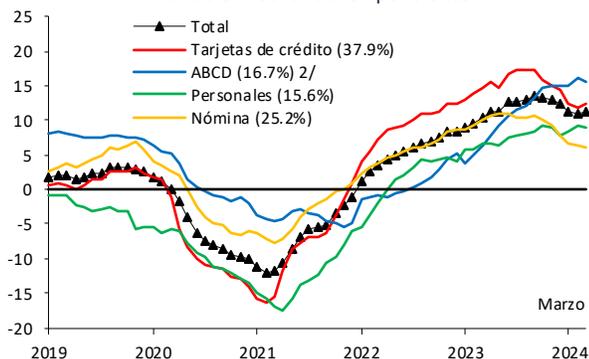


1/ Tasa de interés de nuevos créditos de la banca comercial a la vivienda, ponderada por el saldo asociado de crédito vigente. Incluye créditos para la adquisición de vivienda nueva y usada.
 Fuente: Banco de México.

Finalmente, el crédito de la banca comercial al consumo continuó creciendo a tasas elevadas en marzo de 2024, si bien menores a las registradas al cierre de 2023 (Gráfica 61). Ello reflejó una moderación en el ritmo de expansión en algunos de sus segmentos, particularmente en el crédito vía tarjetas y el crédito de nómina. A este resultado podría estar contribuyendo que las condiciones en el segmento permanecieron estrechas, en un contexto en el que las tasas de interés de las tarjetas de crédito se mantuvieron elevadas e incluso aumentaron ligeramente en diciembre de 2023 respecto al trimestre previo. Por último, las tasas asociadas con créditos de nómina se han mantenido relativamente estables desde agosto de 2021 (Gráfica 62).

Gráfica 61

Crédito vigente de la banca comercial al consumo ^{1/}
Variación real anual en por ciento



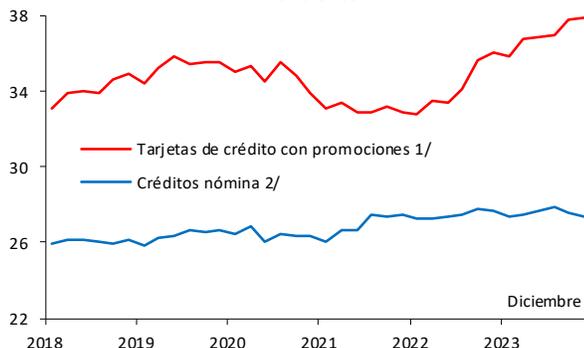
1/ Se reporta entre paréntesis la participación porcentual en el crédito vigente de la banca comercial al consumo en marzo de 2024. El arrendamiento capitalizable y otros créditos representaron 4.7% del total.

2/ Incluye crédito automotriz y crédito para la adquisición de otros bienes muebles.

Fuente: Banco de México.

Gráfica 62

Tasa de interés anual del crédito al consumo
Por ciento



1/ La fuente es el formulario de créditos al consumo revolventes. Se refiere a la tasa promedio ponderada de tarjetas de crédito vigentes y de uso generalizado de clientes no totaleros.

2/ La fuente es el formulario de créditos al consumo no revolventes. Se refiere a la tasa promedio ponderada de nuevos créditos. Se excluyen créditos vencidos, atrasados o en reestructura, otorgados a personas relacionadas con la institución, créditos otorgados en condiciones preferenciales a sus empleados, así como créditos que no están en moneda nacional.

Fuente: Banco de México.

En suma, las fuentes de recursos financieros de la economía se expandieron en magnitud significativa durante el primer trimestre de 2024. Ello fue resultado principalmente de un elevado dinamismo en las fuentes de recursos internas, las cuales registraron un flujo anual máximo en la estadística. El

incremento en las fuentes se correspondió, por un lado, con un elevado volumen de recursos destinados a financiar al sector público. Por otro lado, el financiamiento interno al sector privado continuó expandiéndose con dinamismo, aunque con cierta moderación en el margen. En adelante, será relevante seguir vigilando la evolución de las fuentes y usos de recursos financieros en México, sobre todo considerando que se anticipan mayores requerimientos de financiamiento por parte del sector público en 2024 respecto al año previo. Este monitoreo permitirá mantenerse atentos a señales de posibles presiones en el mercado de fondos prestables.

3.4. Condiciones de holgura en la economía

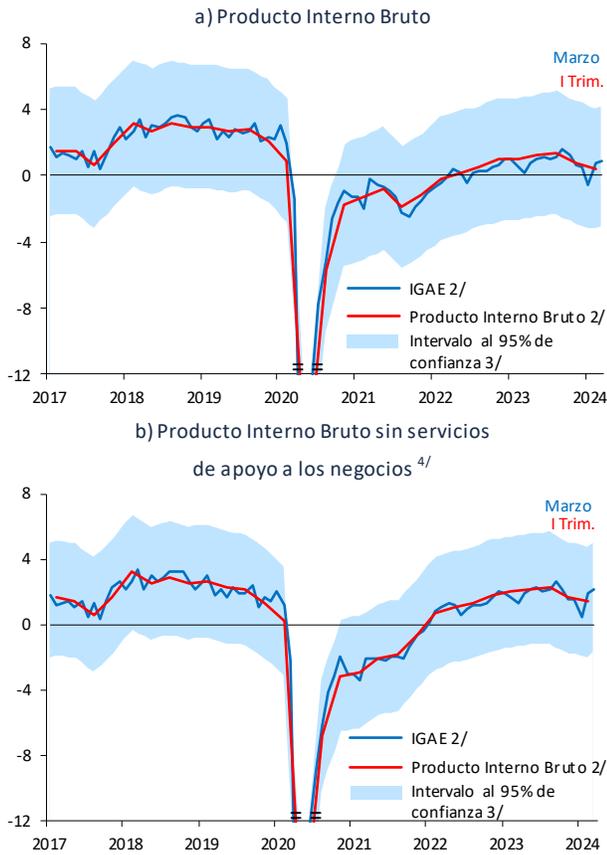
En cuanto a la posición cíclica de la economía, ante el bajo dinamismo que prevaleció en el primer trimestre de 2024, la estimación puntual de la brecha del producto se acercó más a cero, luego de que el trimestre anterior ya se había tornado menos positiva tras la desaceleración que se presentó en ese periodo (Gráfica 63). Dicha estimación siguió sin ser estadísticamente distinta de cero. Es importante notar que el producto potencial es una variable no observable, por lo que su estimación estadística está sujeta a incertidumbre, la cual ha sido particularmente elevada tras el choque de la pandemia.

Desde una perspectiva sectorial, en el trimestre enero-marzo la brecha estimada para la actividad industrial siguió siendo positiva (Gráfica 64). Ello como resultado, principalmente, de la contribución positiva que mantuvo el sector de la construcción. Para las actividades terciarias, la brecha estimada a lo largo del trimestre fluctuó alrededor de cero. Al excluir el agregado de servicios profesionales y de apoyo a los negocios, cuyo nivel de actividad disminuyó tras la reforma en materia de subcontratación laboral en 2021, se estima que la brecha de las actividades terciarias se mantuvo en terreno positivo.

Finalmente, con información a febrero de 2024, los indicadores de la posición cíclica de la economía relacionados con el consumo y el mercado laboral permanecieron en terreno positivo. Respecto de los niveles registrados en el último trimestre del año previo, el primero exhibió una ligera moderación, en tanto que el segundo aumentó (Gráfica 65).

Gráfica 63

Estimación de la brecha del producto^{1/}
Porcentaje del producto potencial, a. e.



a. e. /Elaborada con cifras ajustadas por estacionalidad.

1/ Estimadas con el filtro de Hodrick-Prescott con corrección de colas; ver Informe sobre la Inflación Abril – Junio 2009, Banco de México, p. 74.

2/ Cifras del PIB al primer trimestre de 2024 y del IGAE a marzo de 2024.

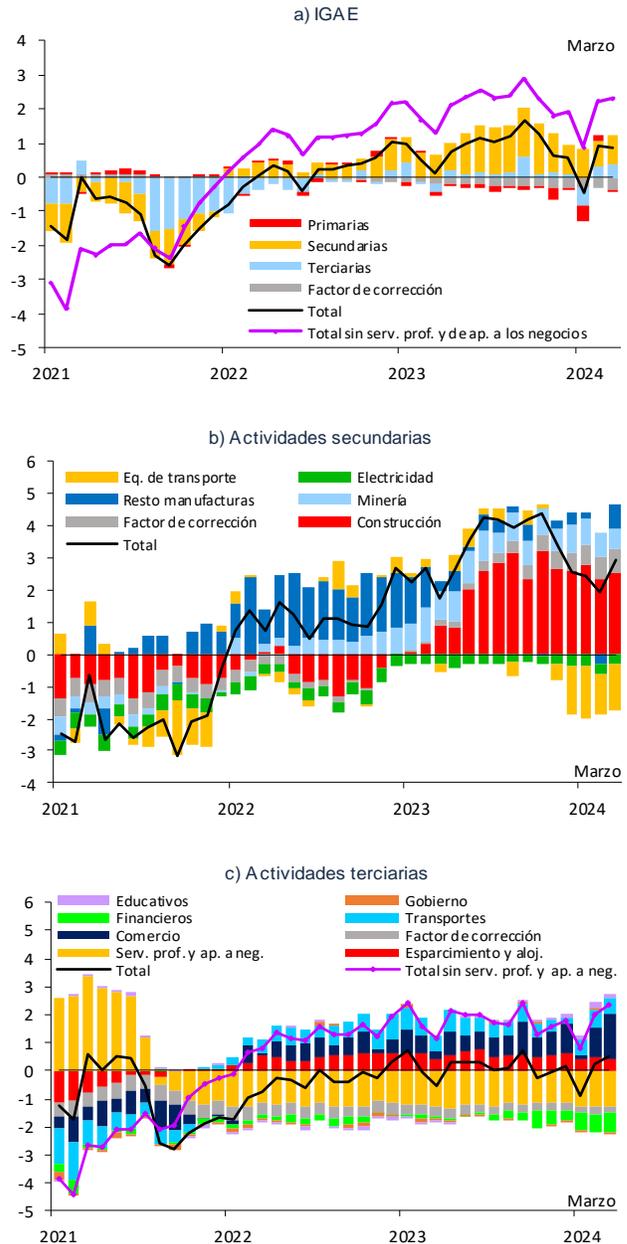
3/ Intervalo de confianza de la brecha del producto calculado con un método de componentes no observados.

4/ Excluye servicios de apoyo a los negocios, manejo de desechos y de remediación.

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

Gráfica 64

Contribuciones sectoriales a la holgura agregada^{1/}
Por ciento; a. e.

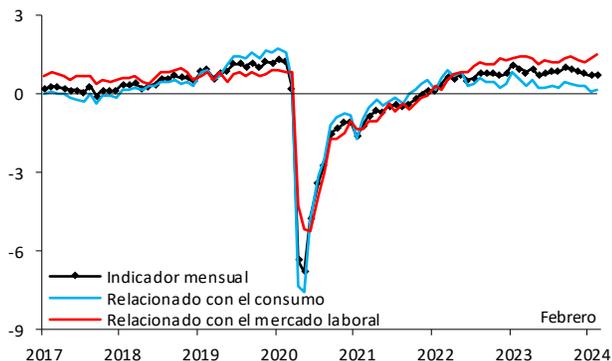


a. e. /Elaborada con cifras ajustadas por estacionalidad.

1/ Estimadas a partir del filtro de Hodrick-Prescott con corrección de colas; ver Informe Trimestral Enero-Marzo 2021, Banco de México, p. 35.

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

Gráfica 65
Indicadores de holgura ^{1/}
Por ciento



1/ Indicadores construidos con base en la metodología Conjunto de Confianza de Modelos (CCM); ver Banco de México (2017), “Informe Trimestral, Octubre-Diciembre 2017”, pág.47. El índice de holgura mensual se basa en el primer componente principal de un conjunto que incluye 11 indicadores. Los indicadores de holgura de consumo y del mercado laboral se basan en el primer componente principal de conjuntos que incluyen 6 y 3 indicadores, respectivamente.

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

3.5. Estabilidad del sistema financiero

El sistema financiero mexicano en su conjunto mantuvo una posición sólida y resiliente durante el primer trimestre de 2024. En particular, la banca comercial cumplió holgadamente con los requerimientos mínimos regulatorios de capital y liquidez. Lo anterior, en un contexto macrofinanciero global complejo debido, principalmente, a condiciones financieras que se relajaron marginalmente, si bien se mantuvieron restrictivas; la persistencia de presiones inflacionarias en algunas economías; y un agravamiento de las tensiones geopolíticas en diversos frentes.

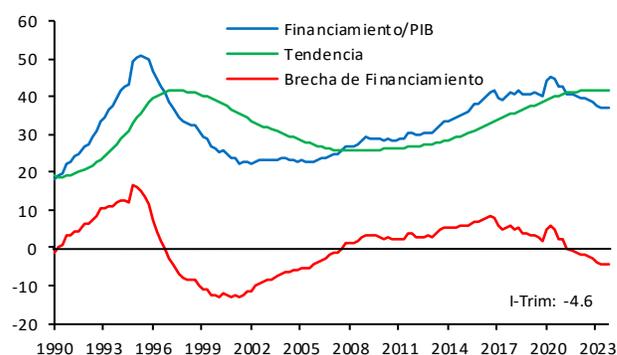
Hacia delante, la estabilidad del sistema financiero global enfrenta algunos riesgos que, de materializarse, podrían incidir sobre el funcionamiento del sistema y los mercados financieros nacionales. Entre estos, destaca la posibilidad de que la política monetaria global se vuelva más restrictiva y/o siga así por más tiempo que el previsto, por lo que las condiciones financieras se

mantendrían apretadas. Asimismo, en caso de que los mercados financieros se ajusten de manera desordenada a cambios posiblemente abruptos en las expectativas para la política monetaria, podrían presentarse periodos de alta volatilidad y otras complicaciones que afecten su buen funcionamiento. Por su parte, la materialización de otros choques relevantes asociados, por ejemplo, al agudizamiento de tensiones geopolíticas o a sorpresas electorales en algunas jurisdicciones clave, en un contexto de elevados niveles de endeudamiento, tanto público como privado, podría abonar a un entorno macrofinanciero volátil e incierto.

3.5.1. Financiamiento agregado

Al primer trimestre de 2024, la brecha de financiamiento ligó doce trimestres en niveles negativos (Gráfica 66) y, como resultado del relativamente mayor dinamismo del PIB con respecto al financiamiento, su magnitud mostró un ligero incremento en el margen. Así, la brecha de financiamiento continúa en niveles similares a los de 2006, mientras que el crédito, como proporción del PIB, está en niveles similares a los de 2015.

Gráfica 66
Razón de financiamiento al sector privado no financiero a PIB
y brecha respecto a su tendencia de largo plazo ^{1/2/}
Por ciento



1/ La tendencia de largo plazo se estima con el filtro Hodrick-Prescott de una cola con un parámetro de suavización de 400,000 y datos a partir del cuarto trimestre de 1980.

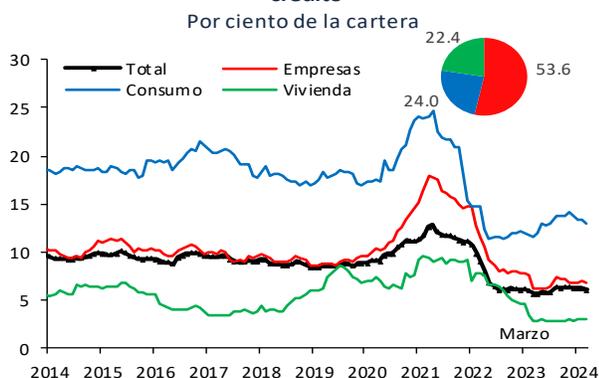
2/ Cifras preliminares al 1T-2024.

Fuente: Banco de México con información propia y de INEGI.

3.5.2. Riesgo de crédito de la banca

El riesgo de crédito de la banca múltiple, medido a través del valor en riesgo condicional (*CVaR*)⁹ al 99.9% de confianza como proporción del portafolio de crédito, disminuyó durante el primer trimestre de 2024, pasando de 6.24% en diciembre de 2023 a 6.01% en marzo de este año, impulsado por la disminución de la correlación de incumplimiento de la cartera de crédito de consumo, así como por la disminución en la concentración de la cartera empresarial (Gráfica 67).

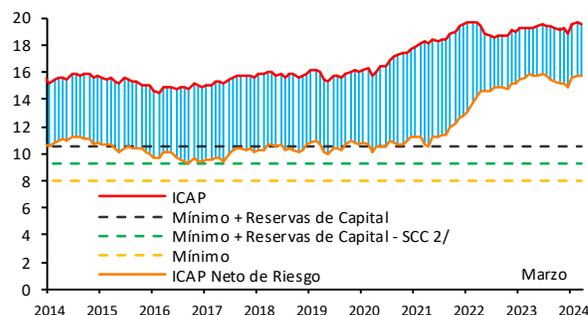
Gráfica 67
Valor en riesgo condicional anual al 99.9% por tipo de crédito



Fuente: Banco de México, CNBV y Buró de Crédito.

Por su parte, el índice de capitalización neto de riesgo¹⁰ aumentó durante el trimestre de referencia, pasando de 14.84% en diciembre de 2023 a 15.70% en marzo de 2024, lo que se explica tanto por el aumento del ICAP del sistema como por la disminución del riesgo de crédito de la cartera (Gráfica 68).

Gráfica 68
Índice de capitalización neto de riesgo^{1/}
Por ciento



1/ Se estima como el índice de capitalización que resulta al reducir el *CVaR* tanto del capital neto como de los activos ponderados por riesgo.

2/ Suplemento de Conservación de Capital.

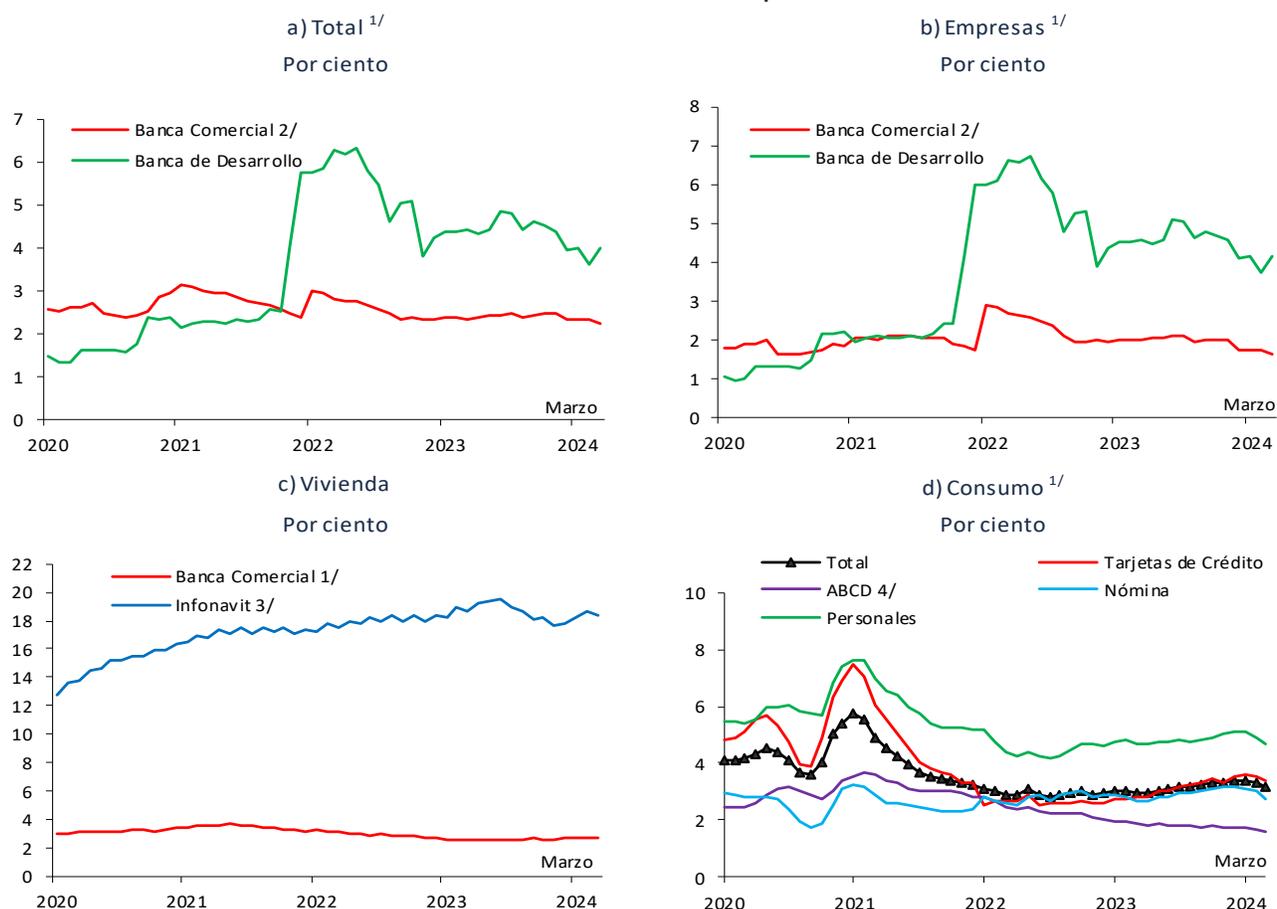
Fuente: Banco de México, CNBV y Buró de Crédito.

En el primer trimestre de 2024, el índice de morosidad (IMOR) del crédito otorgado por la banca comercial al sector privado no financiero presentó una disminución de 8 pb, al pasar de 2.32% al cierre del cuarto trimestre de 2023 a 2.24% observado en marzo del año en curso. En particular, las carteras de crédito al consumo y empresariales registraron una reducción en su IMOR, en tanto que el correspondiente a los créditos a la vivienda exhibió un aumento. En este contexto, el comportamiento del IMOR de los créditos al consumo y a las empresas fue resultado principalmente de las quitas de cartera realizadas por algunas instituciones y, en menor medida, del incremento en el otorgamiento de crédito respecto a diciembre de 2023. Por su parte, el IMOR de los créditos otorgados por la banca de desarrollo al sector privado no financiero presentó un nivel de 3.99% en marzo de 2024, cifra que se compara con la de 3.95% registrada en diciembre de 2023 (Gráfica 69).

⁹ El valor en riesgo condicional (*CVaR*) permite analizar las pérdidas en la cola de la distribución, ya que representa el valor esperado de la pérdida cuando esta es mayor al valor en riesgo (*VaR*), el cual, a su vez, representa el percentil que corresponde a un nivel de confianza determinado en una distribución de probabilidad de pérdidas de una cartera de activos sujetos a riesgo de crédito.

¹⁰ Este se estima como el índice de capitalización que resulta al reducir el valor del *CVaR* de la cartera de crédito tanto del capital neto como de los activos ponderados por riesgo. Este indicador supone que el portafolio de crédito sufre pérdidas por un monto equivalente al *CVaR* al 99.9%, mismas que son absorbidas directamente con el capital de los bancos sin afectar sus reservas, y que dicha cartera tiene una ponderación del 100% para la determinación de su requerimiento de capital.

Gráfica 69
Índices de morosidad del crédito al sector privado no financiero



1/ Hasta diciembre de 2021, el índice de morosidad (IMOR) se define como el saldo de la cartera vencida entre el saldo de la cartera total. A partir de enero de 2022, a raíz de la adopción del estándar internacional IFRS9, el IMOR se define como el saldo de la cartera clasificada como etapa 3 entre el saldo de la cartera total. Los datos del IMOR de la banca comercial incluyen a las Sofomes ER subsidiarias de instituciones bancarias y grupos financieros. Para la banca comercial, se realizó la revisión de la información reportada para excluir los datos de Banco Ahorro Famsa y Accendo Banco, entidades cuyas licencias para operar como instituciones de banca múltiple fueron revocadas en junio de 2020 y septiembre de 2021, respectivamente. Mayores detalles respecto a esto último, pueden encontrarse en los Reportes de Estabilidad Financiera correspondientes al segundo semestre de 2020 y al segundo semestre de 2021.

2/ El incremento en el IMOR en enero de 2022 reflejó, en gran medida, los cambios de los criterios contables para adoptar el estándar internacional IFRS9, que permiten a las instituciones de crédito realizar ajustes en la clasificación de su cartera crediticia, sin que esto implique un mayor nivel de impago.

3/ El índice de morosidad (IMOR) se define como el saldo de la cartera vencida entre el saldo de la cartera total. Entre el cuarto trimestre de 2019 y el primero de 2020, Infonavit llevó a cabo una reclasificación de créditos de vigentes a vencidos. Estos créditos, que ya no presentaban pagos, se habían clasificado erróneamente como vigentes. Así, dicha reclasificación implicó un cambio de nivel a la serie del índice de morosidad.

4/ Incluye crédito para la adquisición de bienes muebles y crédito automotriz.

Fuente: Banco de México.

3.5.3. Riesgo de mercado de la banca múltiple

El riesgo de mercado de la banca múltiple, medido a través del *CVaR* de mercado como proporción del capital neto, aumentó en el primer trimestre de 2024, pasando de 5.41% en diciembre de 2023 a 5.81% en marzo de este año. Lo anterior, como resultado de cambios en la composición de los portafolios de los bancos, principalmente con el aumento en la proporción de instrumentos que son más sensibles a movimientos de las tasas de interés (Gráfica 70).¹¹

Gráfica 70
Valor en riesgo condicional al 99.9% para el riesgo de mercado de la banca
Por ciento del capital neto



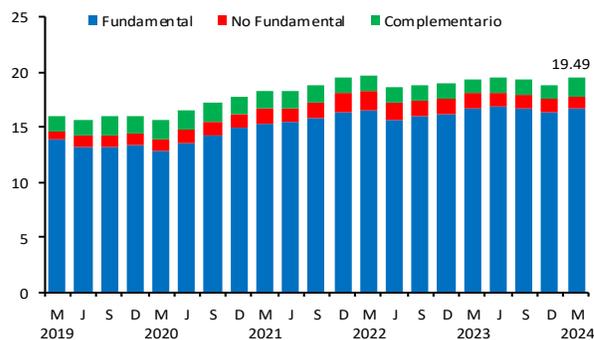
Fuente: Banco de México, CNBV, BMV, Bloomberg y Valmer.

3.5.4. Solvencia de la banca múltiple

En el primer trimestre de 2024, el sistema bancario mexicano continuó mostrando solidez al contar con niveles de capital muy por encima de los mínimos regulatorios establecidos, los cuales permitieron a las instituciones bancarias afrontar potenciales riesgos en su operación. El índice de capitalización (ICAP) de las instituciones bancarias registró un incremento, al pasar de 18.81% en diciembre de 2023 a 19.49% en marzo del año en curso, el cual se derivó de una expansión en el capital regulatorio, a su vez resultado principalmente de mayores niveles de capital

ganado, que más que compensó un aumento en los activos sujetos a riesgo. Al interior de los activos sujetos a riesgos se presentaron crecimientos en sus tres componentes, principalmente en el de riesgo de crédito (Gráfica 71).

Gráfica 71
Evolución del capital regulatorio
En por ciento de activos ponderados por riesgo



Fuente: Banco de México.

3.5.5. Riesgos asociados a intermediarios crediticios no bancarios, empresas privadas no financieras listadas en las bolsas de valores y otras emisoras

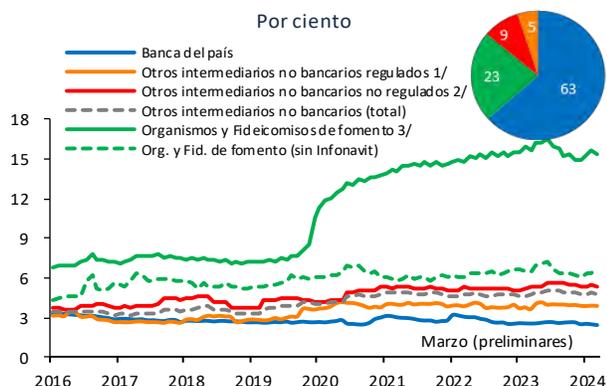
Durante el primer trimestre de 2024, el financiamiento total al sector privado no financiero otorgado por otros intermediarios financieros no bancarios (OIFNB) del país, sin considerar organismos de fomento, creció en términos reales anuales, y lo hizo a una tasa ligeramente mayor respecto al trimestre previo. Esto obedece, principalmente, al crecimiento de la cartera al consumo otorgada por entidades tanto reguladas como no reguladas.¹² Por su parte, el crédito otorgado por organismos de fomento se redujo ligeramente en términos reales anuales. Respecto a las fuentes de financiamiento a los OIFNB, se registró una recuperación en el saldo del financiamiento obtenido a través de créditos bancarios, aunque dicha recuperación ocurrió principalmente en el caso de las entidades reguladas.

¹¹ Cabe señalar que el *CVaR*, al ser un indicador que se estima bajo las condiciones históricas observadas, constituye una referencia y no un pronóstico respecto a las pérdidas potenciales que podrían observarse en los portafolios de mercado bajo la coyuntura actual.

¹² Esta cifra de crecimiento se calcula excluyendo del saldo de la cartera a aquellas entidades para las cuales no se tienen datos al final del periodo por estar en proceso de reestructuración o liquidación, con el fin de usar la misma base de comparación.

El IMOR de la cartera crediticia otorgada por los intermediarios financieros no bancarios se mantuvo estable durante el primer trimestre de 2024,¹³ mientras que el de los organismos y fideicomisos de fomento aumentó. En el caso del Infonavit y Fovissste, sus índices de morosidad se incrementaron durante el primer trimestre de 2024 debido a un aumento en sus carteras vencidas (Gráfica 72).

Gráfica 72
Morosidad de la cartera de crédito total



1/ Incluye: entidades financieras no bancarias reguladas tales como socaps, sofipos, uniones de crédito, sofomes reguladas que no son subsidiarias de instituciones de crédito y almacenes generales de depósito.

2/ Incluye: sofomes no reguladas, empresas financieras que otorgan preponderantemente crédito como parte del giro del negocio, tales como arrendadoras financieras o algunos brazos financieros de empresas automotrices y el saldo total de las tarjetas de crédito no bancarias.

3/ Incluye Infonavit, Fovissste, Infonacot, FND, FIRA, FOVI y FIFOMI. FND dejó de reportar información desde junio de 2023.

Nota: La gráfica circular representa la participación en la cartera de crédito total de cada uno de los otorgantes.

Fuentes: CNBV, BMV, Condusef, Buró de Crédito, Organismos y Fideicomisos de Fomento.

Por otra parte, a marzo de 2024, las exposiciones de la banca múltiple y de desarrollo por los créditos otorgados a los OIFNB, así como por tenencia propia

de valores emitidos por los OIFNB, se mantuvieron reducidas: representaban el 1.7% y el 5.3% de los activos totales. Además, no se observan concentraciones de financiamiento de magnitud considerable para los bancos en lo individual con el sector OIFNB, por lo que, en caso de presentarse un incumplimiento de pago por parte de algunas entidades de este sector, no representaría un riesgo para el sistema en el agregado.

En el primer trimestre de 2024, las siefos continuaron registrando plusvalías en sus portafolios de inversión, después de que presentaron minusvalías en el tercer trimestre de 2023. En particular, las plusvalías que se observaron en los primeros tres meses del año en curso fueron resultado de un incremento en el valor de mercado de las inversiones de las siefos en valores gubernamentales y en valores extranjeros. Por su parte, los retiros por desempleo se mantuvieron elevados en el primer trimestre de 2024, aunque a un nivel promedio menor al registrado en los dos trimestres previos.

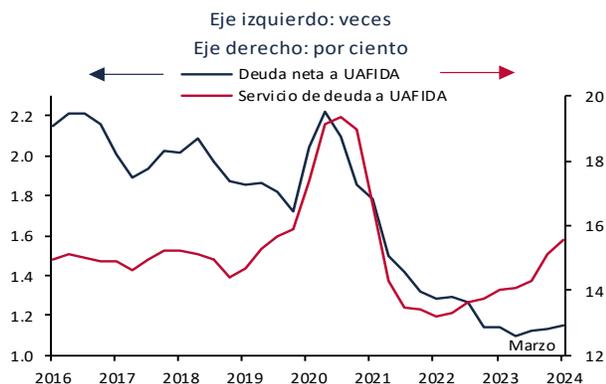
Durante el primer trimestre de 2024, la generación de flujo operativo anual (UAFIDA)¹⁴ para el conjunto de las empresas privadas no financieras listadas en bolsa se contrajo en términos reales anuales por séptimo trimestre consecutivo. Por su parte, tanto el indicador de endeudamiento como el del costo del servicio de deuda aumentaron (Gráfica 73). Lo anterior se explica por la señalada contracción en la UAFIDA, así como por una menor reserva de efectivo y mayores pagos de intereses realizados por las empresas. Respecto al saldo de deuda de las empresas, este se contrajo en términos reales anuales, mientras que su proporción a vencer en los próximos 12 meses disminuyó. Asimismo, el gasto de inversión aumentó ligeramente en el margen.

¹³ Para aquellas entidades para las cuales no se tienen datos al final del periodo por estar en proceso de reestructuración o liquidación, se repite el último dato público disponible de su cartera.

¹⁴ Las siglas UAFIDA se refieren a la utilidad antes de financiamiento, impuestos, depreciación y amortización, y equivalen a *EBITDA (Earnings Before Interest, Taxes, Depreciation and Amortization)*.

Gráfica 73

Endeudamiento y servicio de deuda de las empresas privadas no financieras listadas



Las siglas UAFIDA se refieren a Utilidad Antes de Financiamiento, Impuestos, Depreciación y Amortización, y equivalen a EBITDA (Earnings Before Interest, Taxes, Depreciation and Amortization).

Fuentes: BMV y BIVA.

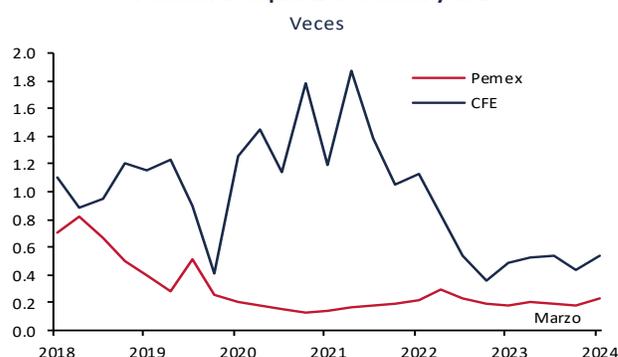
Al cierre de marzo de 2024, Pemex registró una utilidad neta trimestral menor a la observada tanto en el trimestre previo como con respecto al mismo trimestre del año anterior. Ello se explica por una caída en las ventas totales, mayores costos de ventas y menores utilidades cambiarias.

El saldo de la deuda financiera expresada en pesos, incluyendo proveedores, se redujo en 3.6% respecto al trimestre anterior, y se explica por el decreto que otorgó mayores estímulos fiscales, en conjunto con los apoyos del Gobierno Federal.¹⁵ En particular,

dicha reducción se observa principalmente en la deuda contratada con acreedores del exterior, mientras que la contratada con proveedores aumentó. Por su parte, la deuda a corto plazo se redujo 8% y ello contribuyó a mejorar el indicador de liquidez (Gráfica 74). En marzo de 2024, la empresa publicó su Plan de Sostenibilidad, mismo que fue aprobado por su consejo de administración.¹⁶ Posteriormente, el 1 de abril de 2024, una agencia calificadora publicó un reporte de calificación de la empresa, que no se considera una acción de calificación. Por último, a fines de mayo, el CDS a cinco años de Pemex se redujo respecto al nivel registrado en el Informe anterior (Gráfica 75).

Gráfica 74

Posición de liquidez de Pemex y CFE^{1/}



1/ Se define como el resultado de dividir el efectivo y las cuentas por cobrar de corto plazo entre la suma de pasivos con proveedores a 12 meses y la deuda financiera a 12 meses.

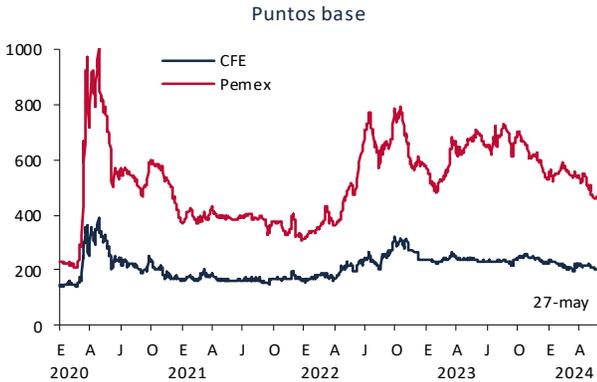
Fuente: BMV.

¹⁵ Ver informe financiero de la empresa al 1T24, disponible [aquí](#).

¹⁶ Dicho plan establece metas a mediano y largo plazo sobre reducción de emisiones de gases de efecto invernadero y de transición energética. Además, en el aspecto social, se fijan compromisos para mejorar el desempeño en seguridad industrial y las acciones para

generar impactos positivos, y reforzar su relación con las comunidades. Ver comunicado [aquí](#).

Gráfica 75
Costo de la cobertura crediticia medida por el CDS a 5 años en
dólares de la deuda emitida por Pemex y CFE



Fuente: Markit.

Al cierre de marzo de 2024, CFE registró una utilidad neta trimestral menor a la observada tanto en el trimestre previo como con respecto al mismo trimestre del año anterior. Esto se explica por mayores costos de ventas y administrativos, así como por impuestos y el servicio de la deuda financiera.

Asimismo, el saldo en pesos de la deuda de la empresa aumentó ligeramente en el trimestre. Además, se observó una recomposición de esta, ya que disminuyó su proporción en bonos internacionales y se incrementó la de créditos bancarios provenientes del exterior. Por su parte, a pesar de que la deuda de corto plazo aumentó ligeramente, el indicador de liquidez se incrementó ya que el efectivo y equivalentes aumentaron (Gráfica 74). Por último, a fines de mayo, el CDS a cinco años de CFE se ubicó en niveles similares a los observados en el Informe anterior (Gráfica 75).

4. Evolución reciente de la inflación

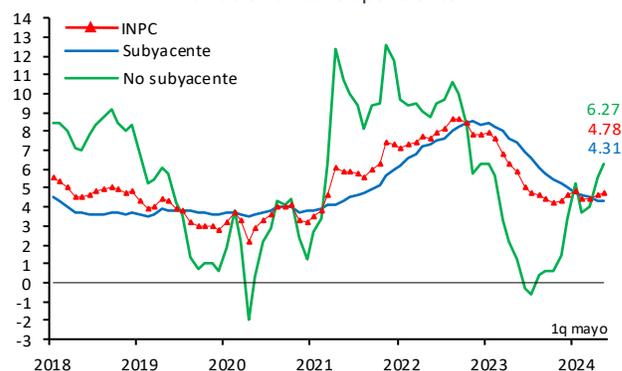
4.1. La inflación en el primer trimestre de 2024

La inflación general anual presentó cierto aumento entre el cuarto trimestre de 2023 y el primer trimestre de 2024 como resultado del incremento en la inflación no subyacente. En cambio, la inflación subyacente, la cual refleja de mejor forma la tendencia de mediano plazo de la inflación, continuó disminuyendo en los periodos referidos, aunque a un ritmo más moderado. Su desempeño da cuenta del avance en el proceso desinflacionario en el país y refleja las acciones de política monetaria, así como el desvanecimiento de los efectos de los choques asociados con la pandemia y el conflicto en Ucrania.

En particular, entre el cuarto trimestre de 2023 y el primer trimestre de 2024, la inflación general anual se elevó de 4.41 a 4.57% y se ubicó en 4.78% en la primera quincena de mayo. En cuanto a la inflación subyacente, esta se redujo de 5.30 a 4.65% entre dichos trimestres y se ubicó en 4.31% en la primera quincena de mayo. En el interior del componente subyacente siguió registrándose un comportamiento diferenciado entre la inflación de las mercancías y la de los servicios. La primera continuó descendiendo y acumuló a abril de 2024 diecisiete meses consecutivos a la baja. En contraste, la inflación anual de los servicios se mantuvo en niveles elevados y siguió sin presentar un claro punto de inflexión a la baja. En efecto, entre agosto de 2022 y la primera quincena de mayo de 2024 ha fluctuado en un intervalo entre 5.19 y 5.71%. Por su parte, la inflación no subyacente anual aumentó de 1.79% en el cuarto trimestre de 2023 a 4.31% en el primer trimestre de 2024, impulsada por la mayor variación anual de los precios de los agropecuarios y de los energéticos. En la primera quincena de mayo registró 6.27%, nivel más cercano a su promedio histórico (Cuadro 6 y Gráficas 76 y 77).

La tendencia de las variaciones mensuales de precios ajustadas por estacionalidad y anualizadas del índice general (media móvil de tres observaciones) aumentó notoriamente a finales de 2023 e inicios de 2024 como reflejo del repunte que exhibió la inflación no subyacente (Gráfica 78). No obstante, en los meses recientes las presiones en el margen del componente no subyacente presentaron una mitigación, de tal forma que la tendencia de dichas variaciones exhibió una trayectoria a la baja. Por su parte, tanto en el cuarto trimestre de 2023 como en el primero de 2024, alrededor de una décima parte de la canasta del Índice Nacional de Precios al Consumidor (INPC) registró variaciones de precios ajustadas por estacionalidad y anualizadas mayores a 10% (área en rojo más intenso en la Gráfica 79). Ello luego de haber alcanzado 48% en junio de 2022. La proporción de dicha canasta con variaciones de precios menores o iguales a 3% aumentó entre trimestres y se mantuvo en niveles alrededor de 30% en lo que va del segundo trimestre de 2024. El Indicador de Media Truncada para la inflación general continuó descendiendo en el primer trimestre de 2024 y en su lectura más reciente se situó en 4.11%. Desde diciembre pasado se ubica por debajo de los datos sin truncar, lo que sugiere que la inflación general ha estado influida por variaciones extremas de precios al alza (Gráfica 80).¹⁷

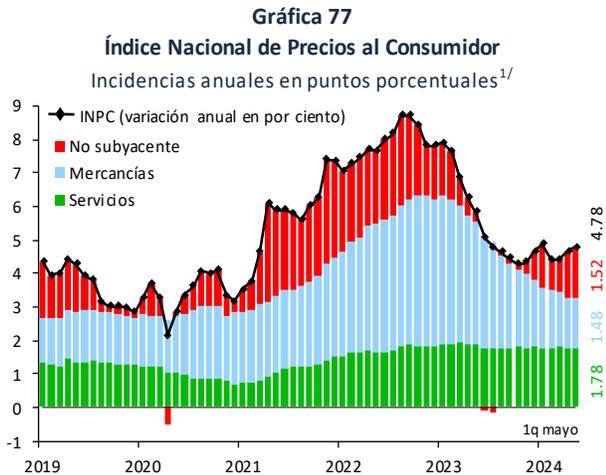
Gráfica 76
Índice Nacional de Precios al Consumidor
Variación anual en por ciento



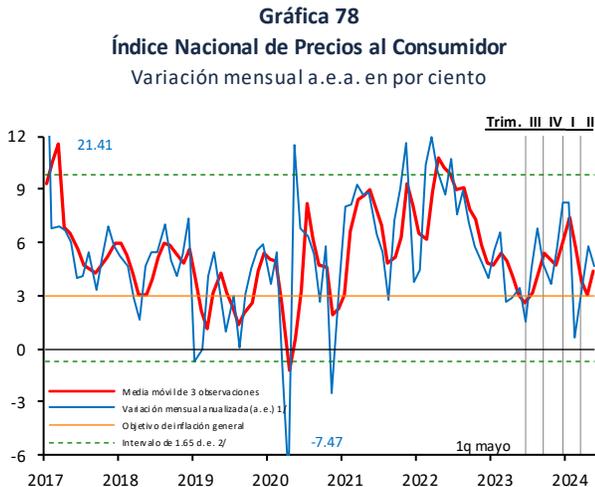
Fuente: INEGI.

¹⁷ El Indicador de Media Truncada elimina la contribución de las variaciones extremas en los precios de algunos genéricos a la inflación de un índice de precios. Para eliminar el efecto de estas variaciones se realiza lo siguiente: i) las variaciones mensuales desestacionalizadas de los genéricos del índice de precios se ordenan de menor a mayor; ii) se

excluyen los genéricos con mayor y menor variación, considerando en cada cola de la distribución hasta el 10% de la canasta del índice de precios, respectivamente; y iii) con los genéricos restantes, que por construcción se ubican más cerca del centro de la distribución, se calcula el Indicador de Media Truncada.



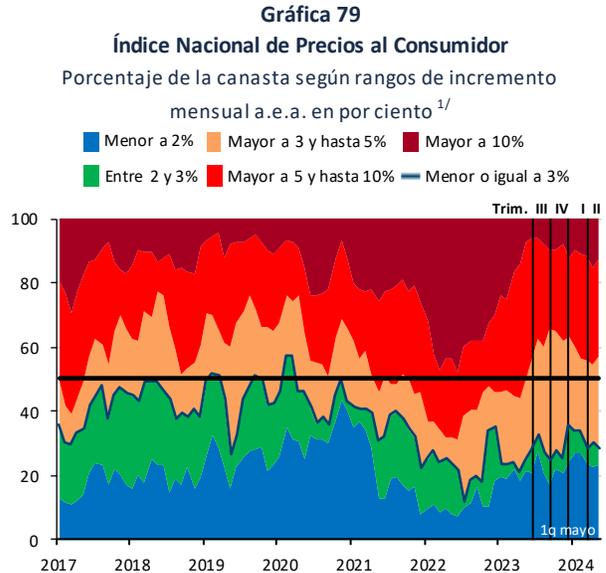
1/ En ciertos casos la suma de los componentes puede registrar alguna discrepancia con el total por efectos de redondeo.
 Fuente: INEGI.



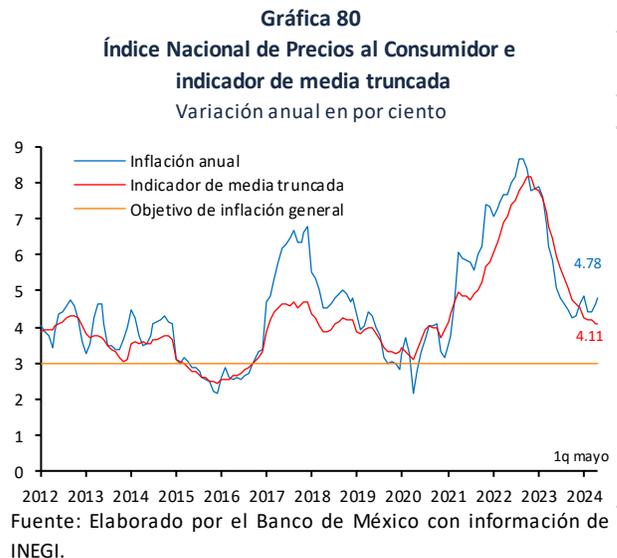
a.e.a./Cifras ajustadas estacionalmente y anualizadas.
 1/ Para la última observación se utiliza la variación quincenal anualizada.
 2/ El intervalo se calcula sumándole y restándole a la media de la variación mensual anualizada (a. e. a.) 1.65 veces su desviación estándar (d. e.) desde 2011, de modo que si las observaciones se distribuyeran acorde a una normal el 90% estaría dentro del intervalo.

La inflación anual de los alimentos, tanto procesados como frescos, exhibió un incremento notable a finales de 2023 e inicios de 2024. Este comportamiento reflejó el aumento que registró la variación anual de los precios de las frutas y verduras, destacando el de la cebolla, el jitomate y el tomate verde, afectadas por choques de oferta. En la primera quincena de mayo de 2024, la inflación anual de los

alimentos se mantuvo en niveles elevados alcanzando 5.99% (Gráfica 81). En esa quincena, el comportamiento de los precios de los alimentos contribuyó con 2.04 puntos porcentuales al nivel de 4.78% de la inflación general (Gráfica 82). Aunque en niveles menores a los observados en 2022 y 2023, tanto la inflación anual de los alimentos como su contribución a la inflación general se sitúan por arriba del promedio que registraron en el año previo a la pandemia.



a.e.a./Cifras ajustadas estacionalmente y anualizadas.
 1/ Media móvil de 3 meses.
 Fuente: Banco de México e INEGI.



Fuente: Elaborado por el Banco de México con información de INEGI.

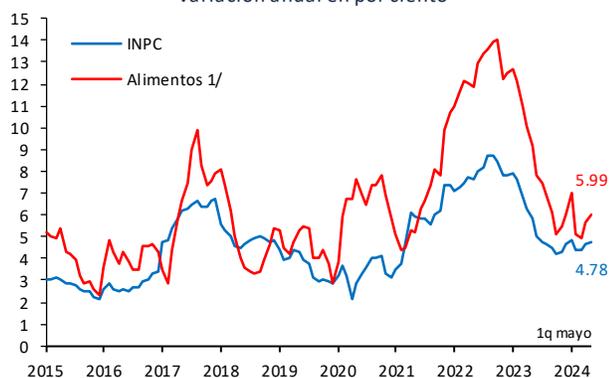
Cuadro 6
Índice Nacional de Precios al Consumidor, principales componentes e indicadores de media troncada
 Variación anual en por ciento

	2023				2024	2022	2023	2024			
	I	II	III	IV	I	Diciembre	Diciembre	Febrero	Marzo	Abril	1q Mayo
INPC	7.46	5.71	4.63	4.41	4.57	7.82	4.66	4.40	4.42	4.65	4.78
Subyacente	8.28	7.31	6.16	5.30	4.65	8.35	5.09	4.64	4.55	4.37	4.31
Mercancías	10.59	8.95	6.95	5.28	4.12	11.09	4.89	4.11	3.88	3.67	3.55
Alimentos, bebidas y tabaco	13.57	11.35	8.59	6.66	5.27	14.14	6.25	5.25	5.01	4.79	4.61
Mercancías no alimenticias	7.23	6.20	5.05	3.66	2.75	7.68	3.28	2.75	2.53	2.34	2.29
Servicios	5.59	5.38	5.20	5.32	5.30	5.19	5.33	5.30	5.37	5.21	5.23
Vivienda	3.45	3.67	3.61	3.68	3.72	3.17	3.64	3.73	3.78	3.73	3.80
Educación (Colegiaturas)	4.73	4.87	5.68	6.60	6.46	4.49	6.60	6.39	6.36	6.36	6.33
Otros servicios	7.59	6.92	6.44	6.40	6.37	7.07	6.46	6.36	6.46	6.19	6.18
No subyacente	5.06	1.00	0.10	1.79	4.31	6.27	3.39	3.67	4.03	5.54	6.27
Agropecuarios	8.81	4.64	3.45	3.38	6.49	9.52	5.66	4.77	4.92	7.35	8.75
Frutas y verduras	8.04	3.81	7.34	7.36	16.41	7.22	11.68	15.00	12.25	18.57	19.99
Pecuarios	9.43	5.29	0.26	0.11	-1.41	11.50	0.68	-3.23	-0.78	-1.13	0.22
Energéticos y tarifas aut. por gobierno	2.10	-1.99	-2.77	0.45	2.48	3.66	1.46	2.75	3.29	3.98	4.08
Energéticos	0.55	-5.53	-6.15	-1.39	1.91	2.91	0.06	2.28	3.25	4.38	4.66
Gasolina	4.59	1.88	2.04	2.32	3.47	6.57	2.84	3.86	4.42	4.86	5.70
Gas doméstico L.P.	-14.73	-28.74	-29.89	-14.35	-3.36	-10.31	-10.93	-2.18	-0.35	4.73	3.66
Tarifas autorizadas por gobierno	5.99	6.68	5.29	4.90	3.84	5.48	4.82	3.87	3.38	3.08	2.85
Indicador de media troncada^{1/}											
INPC	7.51	6.41	5.38	4.64	4.22	7.87	4.55	4.20	4.19	4.09	4.11
Subyacente	7.84	7.17	6.13	5.22	4.61	7.93	5.01	4.60	4.50	4.37	4.32

1/ Elaboración propia con información del INEGI. Se trunca el 10% de cada cola de la distribución. Ver el Recuadro 1 "La Media Troncada como Medida de Tendencia de la Inflación" del Informe Trimestral Enero – Marzo 2015.
 Fuente: INEGI.

Gráfica 81

Índice Nacional de Precios al Consumidor
 Variación anual en por ciento

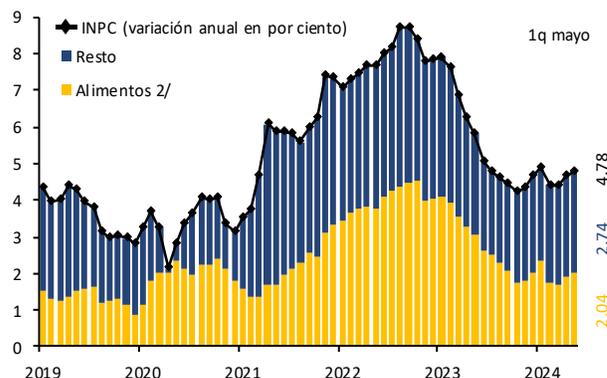


1/ Incluye alimentos del componente subyacente y del no subyacente, además de bebidas y tabaco.

Fuente: INEGI.

Gráfica 82

Incidencias anuales en puntos porcentuales^{1/}



1/ En ciertos casos la suma de los componentes puede registrar alguna discrepancia respecto del total por efectos de redondeo.

2/ Incluye alimentos del componente subyacente y del no subyacente, además de bebidas y tabaco.

Fuente: INEGI.

Un mapa térmico de riesgos para la inflación se presenta en la Gráfica 83. Con un color rojo más intenso se indica que los riesgos al alza para la inflación son mayores en comparación con los registrados desde 2013, mientras que colores verdes más intensos sugieren menores riesgos.¹⁸ El mapa ilustra que se han mitigado varias de las presiones sobre la inflación, si bien algunas mantuvieron su relevancia. La reducción de la inflación desde los niveles elevados que registró en 2022 e inicios de 2023 ha coadyuvado para que el indicador de riesgo de las medidas de tendencia presente actualmente una tonalidad menos intensa en comparación con lo observado en los dos años anteriores. Por el lado de la demanda, el riesgo relacionado con la posición cíclica de la economía mantiene un color naranja, en tanto que, relativo a su desempeño histórico, los

riesgos para la inflación asociados con la actividad económica internacional y con la cuenta corriente son bajos. Por el lado de la oferta, los factores climatológicos y las presiones salariales son los riesgos más relevantes para la inflación desde una perspectiva histórica. Factores que previamente habían ejercido presión significativa sobre la inflación como las referencias internacionales, la inflación mundial, los problemas logísticos y los costos de los insumos, en la actualidad representan niveles relativamente bajos de riesgo. Considerando su comportamiento histórico, el tipo de cambio continúa sin figurar como un riesgo relevante para la inflación. El indicador agregado de riesgos que aparece en el último renglón del mapa, sugiere que las presiones sobre la inflación se han ido moderando.

Gráfica 83

Mapa de riesgos coyunturales sobre la inflación al consumidor en México

Cifras de 0 a 1 de acuerdo a una distribución normal acumulada histórica



2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024 1q mayo	Riesgos	
									Medidas de tendencia de la inflación	
									Demanda	Actividad económica internacional
										Holgura México
										Cuenta corriente
										Factores climatológicos
									Oferta	Referencias internacionales
										Inflación mundial
										Problemas logísticos
										Costos de insumos
										Presiones salariales
										Tipo de cambio
									Agregado*	

Nota: Para mayores detalles, véase la nota al pie 36 del Informe Trimestral Abril-Junio 2021 y el Cuadro 10 de ese mismo Informe que enlista las variables consideradas en el mapa térmico, incluyendo las correspondientes a las medidas de tendencia de la inflación. Información a abril de 2024 con la excepción de las siguientes variables, para las cuales se indica en paréntesis la fecha a la que se cuenta con información: Volumen de comercio mundial, Brecha del producto EE.UU. (enero 2024); Series (3) de holgura doméstica (febrero 2024); Ajuste estacional de la Cuenta corriente como porcentaje del PIB y de la Balanza comercial como porcentaje del PIB, Uso de la capacidad instalada en la industria manufacturera, Brecha IGAE, Inflación en países desarrollados, Inflación en países emergentes, Empresas que consideran que los precios de los insumos aumentarán a tasa mayor en los próximos 12 meses, Costo unitario de la mano de obra en el sector manufacturero (marzo 2024); Medidas (6) de inflación doméstica, Porcentaje de área del país afectada con sequía extrema o excepcional a nivel nacional, Índice Harpex y Tipo de cambio FIX (1q mayo 2024).

*Se calcula como el promedio de los 11 grupos.

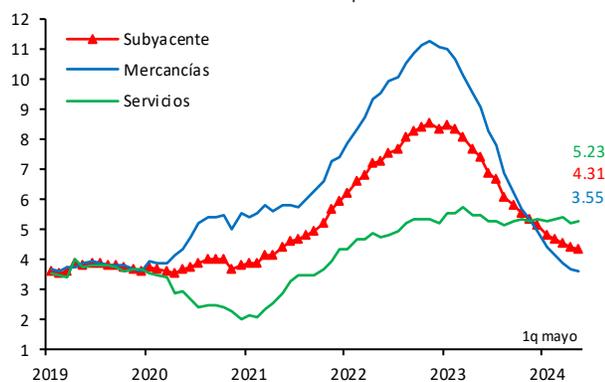
Fuente: Elaborado por el Banco de México con información de diversas fuentes.

¹⁸ Para mayores detalles, ver la nota al pie 36 del Informe Trimestral Abril-Junio 2021 y el Cuadro 10 de ese mismo Informe que enlista las variables incluidas en el mapa térmico.

4.1.1. La inflación subyacente

La inflación subyacente anual ha mantenido desde febrero de 2023 una trayectoria descendente y sus niveles son significativamente menores a los observados en 2022 e inicios de 2023, lo cual da cuenta del avance en el proceso desinflacionario. Este indicador, que refleja de mejor manera la tendencia de mediano plazo de la inflación, disminuyó de 5.30% en el cuarto trimestre de 2023 a 4.65% en el primer trimestre de 2024 y a 4.31% en la primera quincena de mayo. Su desempeño ha estado influido por la reducción que ha registrado la inflación anual de las mercancías. En contraste, la inflación anual de los servicios continuó en niveles elevados sin presentar un claro punto de inflexión a la baja (Gráfica 84).

Gráfica 84
Índice de precios subyacente
Variación anual en por ciento

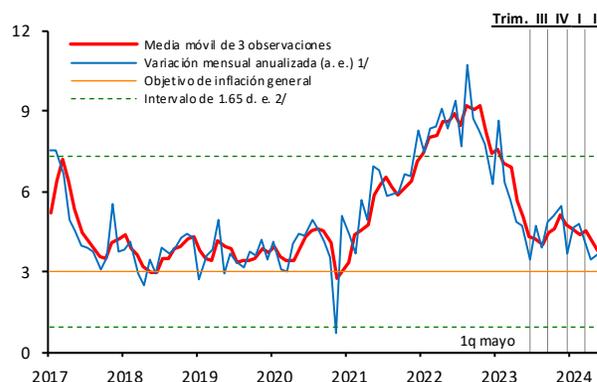


Fuente: INEGI.

Como reflejo del avance en el proceso desinflacionario, la tendencia de las variaciones mensuales de precios ajustadas por estacionalidad y anualizadas del índice subyacente (media móvil de tres observaciones) disminuyó entre el cuarto trimestre de 2023 y el primer trimestre de 2024, así como en las lecturas disponibles del segundo

trimestre (Gráfica 85). En congruencia, la proporción de la canasta del índice subyacente con variaciones mensuales de precios ajustadas por estacionalidad y anualizadas mayores a 10% se redujo a lo largo del primer trimestre de 2024 y en la primera quincena de mayo se situó en 3.41% (Gráfica 86). La proporción de la canasta del índice subyacente con variaciones mensuales de precios menores o iguales a 3% aumentó moderadamente entre trimestres y se situó en 27% en la primera quincena de mayo de 2024. Por su parte, el Indicador de Media Truncada para la inflación subyacente continuó descendiendo en el primer trimestre de 2024 y en lo que va del segundo. Dicho Indicador ha venido registrando niveles similares a los datos sin truncar, lo que sugiere que la disminución de la inflación subyacente no está respondiendo a variaciones extremas de precios a la baja (Gráfica 87).¹⁹

Gráfica 85
Índice de precios subyacente
Variación mensual a.e.a. en por ciento



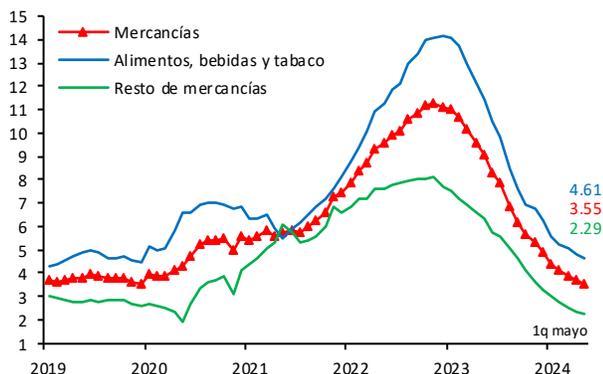
a.e.a./Cifras ajustadas estacionalmente y anualizadas.

1/ Para la última observación se utiliza la variación quincenal anualizada.

2/ El intervalo se calcula sumándole y restándole a la media de la variación mensual anualizada (a. e. a.) 1.65 veces su desviación estándar (d. e.) desde 2011, de modo que si las observaciones se distribuyeran acorde a una normal el 90% estaría dentro del intervalo.

¹⁹ Ver nota al pie 17 sobre el cálculo de las medias truncadas.

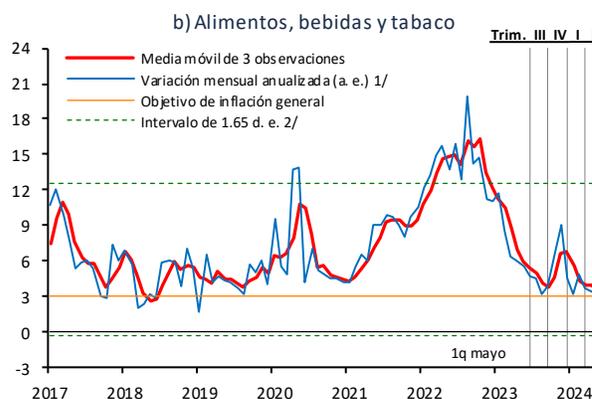
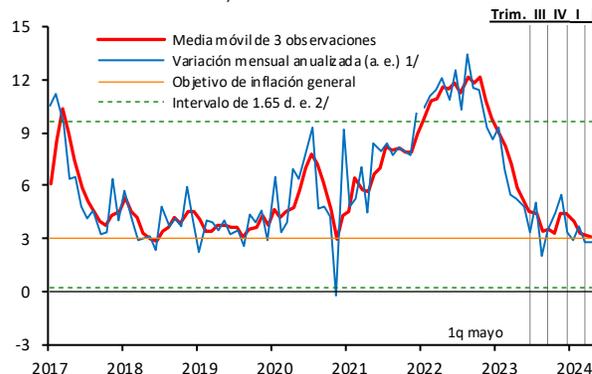
Gráfica 89
Índice de precios de mercancías
Variación anual en por ciento



Fuente: INEGI.

La tendencia de las variaciones mensuales de precios ajustadas por estacionalidad y anualizadas de las mercancías totales y de las alimenticias (media móvil de tres observaciones) disminuyó entre el cuarto trimestre de 2023 y el primer trimestre de 2024 (Gráfica 90). Este desempeño reflejó la moderación de los aumentos que exhibieron los precios de los productos derivados del azúcar en el cuarto trimestre del año pasado. En cuanto a las mercancías no alimenticias, la tendencia de sus variaciones mensuales de precios ajustadas por estacionalidad y anualizadas se mantuvo en niveles bajos en el primer trimestre de 2024 y se situó en 2.37% en la primera quincena de mayo de 2024. Por su parte, la proporción de la canasta con variaciones mensuales menores o iguales a 3% de las mercancías totales y de las alimenticias aumentó entre el cuarto trimestre de 2023 y el primero de 2024, si bien en su lectura más reciente exhibió cierto descenso. En el caso de las no alimenticias dicha proporción representó alrededor del 60% de su canasta en el trimestre de referencia, lo que da cuenta de que una parte considerable de los genéricos que la componen registró variaciones de precio bajas (Gráfica 91).

Gráfica 90
Índice de precios de mercancías
Variación mensual a.e.a. en por ciento



a.e.a./Cifras ajustadas estacionalmente y anualizadas.

1/ Para la última observación se utiliza la variación quincenal anualizada.

2/ El intervalo se calcula sumándole y restándole a la media de la variación mensual anualizada (a. e.) 1.65 veces su desviación estándar (d. e.) desde 2011, de modo que si las observaciones se distribuyeran acorde a una normal el 90% estaría dentro del intervalo.

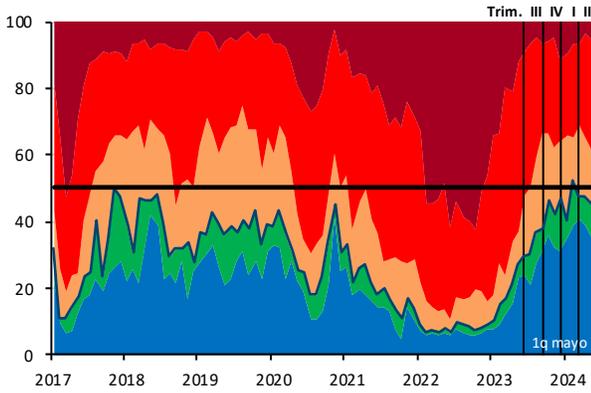
Gráfica 91

Índice de precios de mercancías

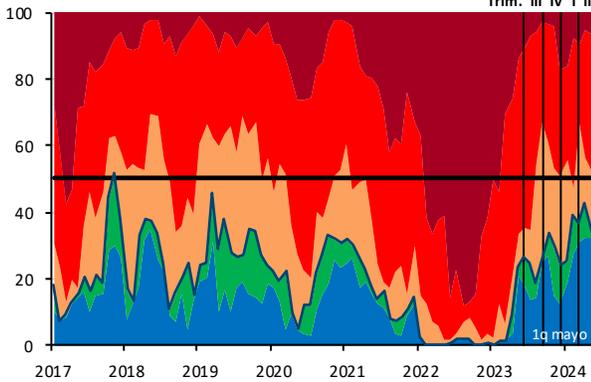
Porcentaje de la canasta según rangos de incremento mensual a.e.a. en por ciento ^{1/}

a) Mercancías totales

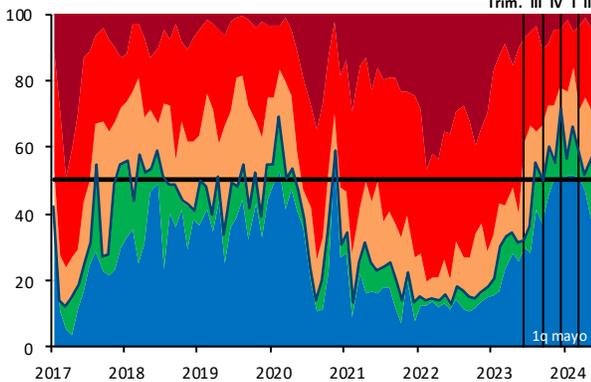
- Menor a 2%
- Entre 2 y 3%
- Mayor a 3 y hasta 5%
- Mayor a 5 y hasta 10%
- Mayor a 10%
- Menor o igual a 3%



b) Alimentos, bebidas y tabaco



c) Mercancías no alimenticias



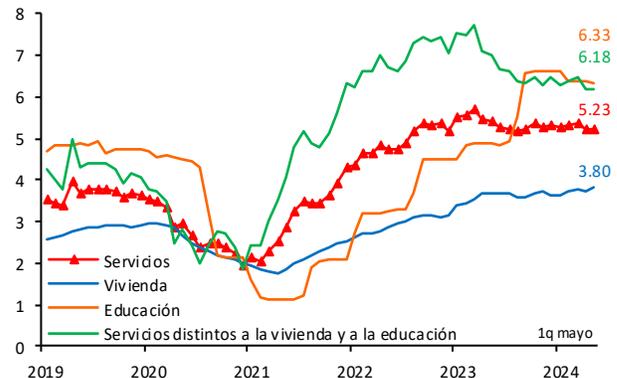
a.e.a./ Cifras ajustadas estacionalmente y anualizadas.
1/ Media móvil de 3 meses.

Fuente: Banco de México e INEGI.

La inflación anual de los servicios continuó exhibiendo persistencia en niveles elevados. En el cuarto trimestre de 2023 y en el primer trimestre de 2024 se situó en 5.32 y en 5.30%, respectivamente, y registró 5.23% en la primera quincena de mayo (Gráfica 92). La inflación de este componente siguió afectada por presiones de costos que los negocios han continuado trasladando al consumidor ante la mayor demanda por servicios luego del confinamiento. Las tasas de variación anual de la educación, de la vivienda y de los servicios distintos a educación y vivienda se mantuvieron relativamente estables y en niveles altos entre trimestres y en la primera quincena de mayo respecto de su comportamiento histórico. En esta última fecha, registraron niveles de 6.33, 3.80 y 6.18%, respectivamente. En el interior del componente de los servicios distintos a educación y vivienda se ha observado heterogeneidad en las variaciones anuales de algunos de sus rubros. Las de los servicios de entretenimiento, resto de servicios, salud y cuidado personal y turísticos han presentado una ligera tendencia al alza durante 2024. En contraste, la inflación de los servicios de transporte y automóvil ha registrado cierta tendencia decreciente en este año. Por su parte, la de los servicios de alimentación se estabilizó en niveles todavía elevados después de haber disminuido durante la mayor parte de 2023 y la de servicios de telecomunicaciones continúa siendo negativa (Gráfica 93). En el Recuadro 5 se ilustra con mayor detalle la heterogeneidad que se ha observado en las variaciones de precios de diversos servicios.

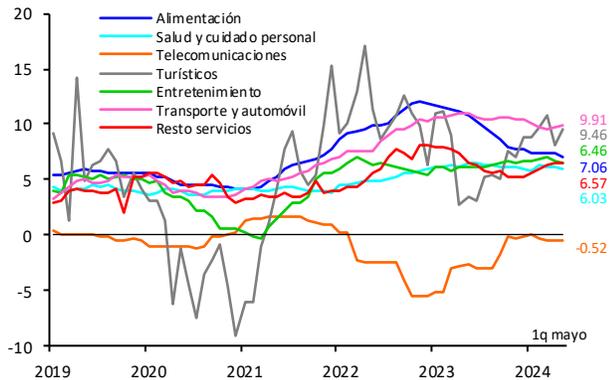
Gráfica 92

Índice de precios de servicios
Variación anual en por ciento



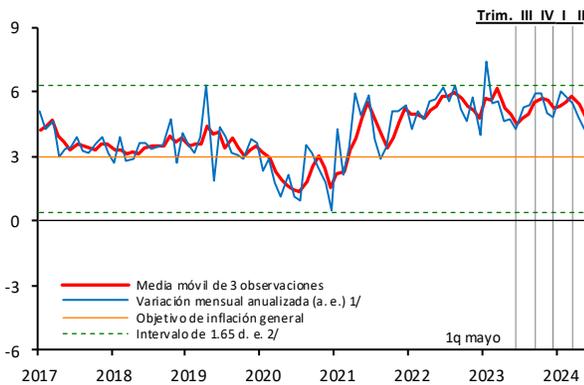
Fuente: INEGI.

Gráfica 93
Servicios distintos a la vivienda y a la educación
 Variación anual en por ciento



Fuente: INEGI.

Gráfica 94
Índice de precios de servicios
 Variación mensual a.e.a. en por ciento



a.e.a./Cifras ajustadas estacionalmente y anualizadas.

1/ Para la última observación se utiliza la variación quincenal anualizada.

2/ El intervalo se calcula sumándole y restandole a la media de la variación mensual anualizada (a. e. a.) 1.65 veces su desviación estándar (d. e.) desde 2011, de modo que si las observaciones se distribuyeran acorde a una normal el 90% estaría dentro del intervalo.

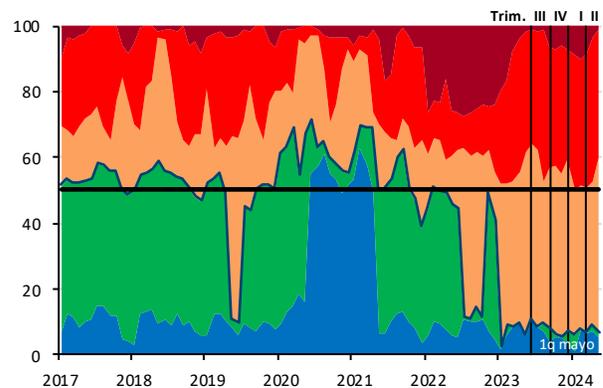
La tendencia de las variaciones mensuales de precios ajustadas por estacionalidad y anualizadas de los servicios (media móvil de tres observaciones) se mantuvo en niveles elevados en el primer trimestre de 2024 y en lo que va del segundo, similares a los observados en el último trimestre de 2023 (Gráfica 94). Por su parte, la proporción de la canasta de los servicios con variaciones mensuales de precios ajustadas por estacionalidad y anualizadas menor o igual a 3% continuó en niveles bajos e inferiores a 10% durante el trimestre de referencia y en lo que va del segundo (Gráfica 95). Este desempeño reflejó las

elevadas variaciones de precios que siguieron registrándose en los genéricos que integran el componente de los servicios. En la canasta de los servicios distintos a educación y vivienda, si bien la proporción de genéricos con variaciones de precio menores o iguales a 3% ha venido incrementándose, en la primera quincena de mayo de 2024 representó únicamente 14% del total (Gráfica 96).

Gráfica 95
Índice de precios de servicios

Porcentaje de la canasta según rangos de incremento mensual a.e.a. en por ciento^{1/}

Menor a 2% Mayor a 3 y hasta 5% Mayor a 10%
 Entre 2 y 3% Mayor a 5 y hasta 10% Menor o igual a 3%



a.e.a./Cifras ajustadas estacionalmente y anualizadas.

1/ Media móvil de 3 meses.

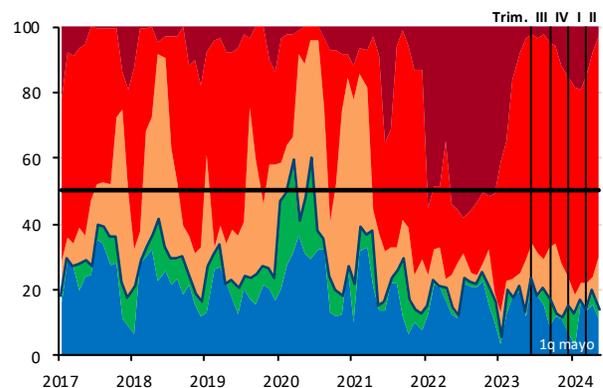
Fuente: Banco de México e INEGI.

Gráfica 96

Índice de precios de serv. dist. a la viv. y a la edu.

Porcentaje de la canasta según rangos de incremento mensual a.e.a. en por ciento^{1/}

Menor a 2% Mayor a 3 y hasta 5% Mayor a 10%
 Entre 2 y 3% Mayor a 5 y hasta 10% Menor o igual a 3%



a.e.a./Cifras ajustadas estacionalmente y anualizadas.

1/ Media móvil de 3 meses.

Fuente: Banco de México e INEGI.

Recuadro 5. Heterogeneidad en las variaciones de los precios de los servicios

1. Introducción

Si bien desde el principio de la pandemia de COVID-19 los servicios enfrentaron presiones de costos derivadas de las fuertes disrupciones causadas por ese choque, su inflación disminuyó como reflejo de la menor demanda derivada del confinamiento. No obstante, al irse retomando paulatinamente las actividades presenciales, la demanda por servicios comenzó a aumentar. Ello ha permitido a los negocios ir trasladando a los precios los incrementos de costos que venían acumulando. En particular, el contexto de recuperación de la actividad económica y de fortaleza del mercado laboral se han combinado para que la inflación de los servicios exhiba persistencia en niveles altos.

Sin embargo, en el interior del componente de los servicios se ha observado cierta heterogeneidad en las variaciones de sus precios. Mediante el análisis de diversos indicadores contruados a partir de las variaciones mensuales y anuales de los precios que integran a los subíndices de servicios, en este Recuadro se muestra que las variaciones de precios de algunos servicios presentan una tendencia a la baja, en tanto que otros aún no la han exhibido pues se han mantenido estables o incluso continúan aumentando en ciertos casos.

2. Variaciones anuales de los precios de los servicios

En la Gráfica 1 se puede apreciar que la variación anual de los precios de los servicios se mantiene en niveles altos y con una elevada persistencia. Este comportamiento también lo presentan las variaciones anuales de los precios de los servicios de vivienda y de educación. En el caso de los servicios distintos a vivienda y educación las variaciones anuales de sus precios llegaron a ser más elevadas que las de los dos componentes referidos. No obstante, durante buena parte de 2023 la variación anual de este subíndice presentó una tendencia a la baja, la cual sin embargo se estabilizó desde finales de ese año en niveles relativamente elevados.

En la Gráfica 2 se presentan las variaciones anuales de distintos grupos del subíndice de los servicios distintos a la vivienda y educación. Como se puede observar, la mayoría de los subíndices de este grupo continúan presentando tasas de variación anual elevadas, si bien existen diferencias en su evolución más reciente. Por un lado, las variaciones anuales de los precios de los servicios de alimentación y de transporte y automóvil han presentado cierta tendencia a la baja, así como la de servicios de salud, aunque esta se interrumpió durante 2024. Por otro lado, las variaciones anuales de los precios de los servicios de entretenimiento y las del agregado de resto de servicios, que habían venido disminuyendo desde sus máximos en marzo de 2022 y diciembre de 2022, respectivamente, han estado subiendo durante 2024, si bien la de servicios de entretenimiento disminuyó en abril y en la primera quincena de mayo. Las variaciones anuales de los precios de los servicios turísticos también han presentado una tendencia al alza desde mediados de 2023, aunque con una elevada volatilidad. En contraste, el grupo de servicios de telecomunicaciones ha presentado tasas de variación anual negativas, aunque desde 2023 estas han sido en general menos negativas.

En la Gráfica 3 se presenta un mapa de calor de las variaciones anuales estandarizadas de los genéricos que forman parte del grupo de los servicios distintos a vivienda y educación. En particular, a medida que la variación anual del precio de un genérico se encuentre a más desviaciones estándar por arriba de su media la intensidad del color rojo aumenta, mientras que la del color verde se incrementa conforme la variación anual se encuentre a más desviaciones estándar por debajo de su media. Como se puede observar en el mapa de calor se presenta cierta heterogeneidad en los grupos y en el interior de estos en la evolución reciente de las variaciones anuales de los precios de los genéricos respecto de su media. En el caso de los servicios turísticos, la variación anual de precios del genérico transporte aéreo se ha incrementado en relación con su media durante 2024, ello como reflejo de mayores costos de producción y de una mayor demanda. En cambio, la de los hoteles tuvo un mayor aumento luego del confinamiento al incrementarse su demanda y desde mediados de 2023 se ha moderado. En el caso de los servicios de alimentación, los cuales se vieron afectados por los efectos acumulados de costos derivados de la pandemia y del conflicto bélico en Ucrania se aprecia un desvanecimiento de los efectos, pues la variación anual de los precios de restaurantes ha mostrado cierta reducción durante 2024. Sin embargo, la de loncherías luego de también haber mostrado una trayectoria a la baja, ha dejado de disminuir. En el caso del grupo de servicios de salud y cuidado personal las variaciones anuales de los precios de los genéricos han presentado heterogeneidad, destacando el incremento en las variaciones de precios de corte de cabello y sala de belleza, los cuales son particularmente intensivos en el factor trabajo.

Gráfica 1
Índice de precios de servicios
Variación anual en por ciento



Fuente: Banco de México e INEGI.

En el grupo de telecomunicaciones destacan las variaciones anuales negativas en los precios de paquetes de internet, telefonía y televisión de paga. Las variaciones de precios de los genéricos del grupo de servicios de diversión se han incrementado como resultado de su mayor demanda luego del confinamiento, destacando la de centro nocturno y en menor medida la de otros servicios culturales y espectáculos deportivos. Las del grupo de servicios de transporte y automóvil en general se han mantenido altas, sobresaliendo los incrementos en la de

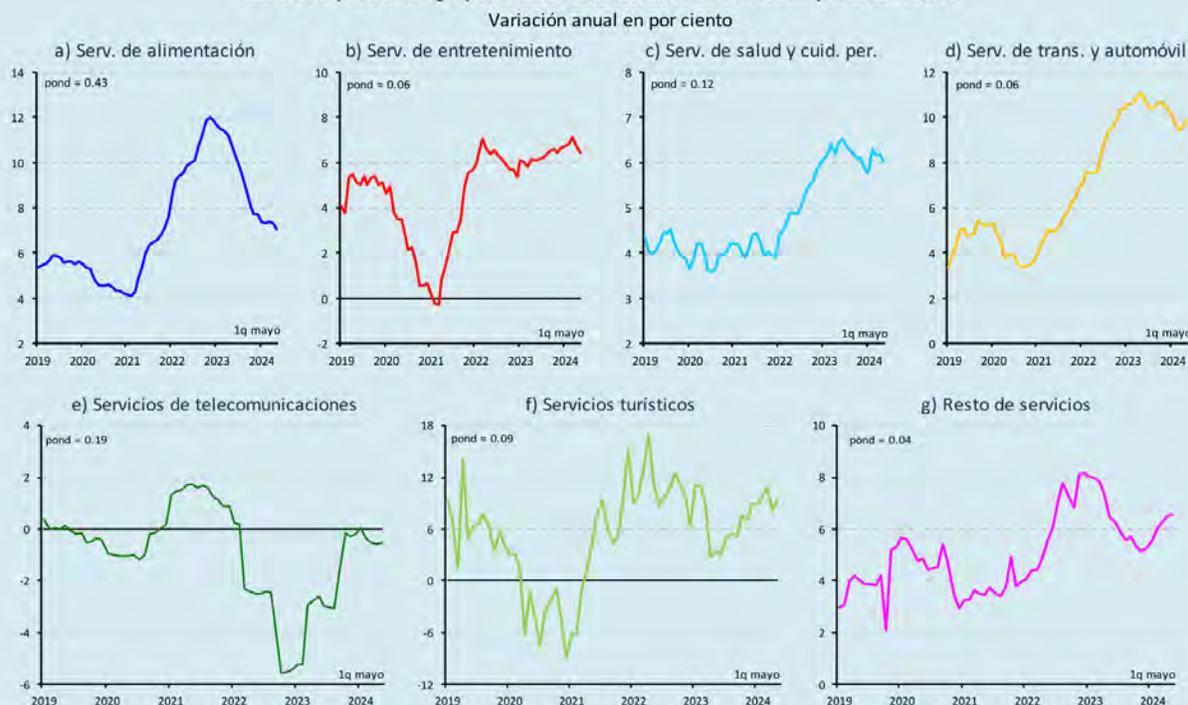
seguro de automóvil y mantenimiento de automóvil, los cuales han resentido las disrupciones en las cadenas globales de suministro, que afectaron particularmente autopartes y todavía no parecen haber superado este choque. Finalmente, en el grupo de resto de servicios las variaciones de precios de algunos genéricos como servicios de lavandería y tintorería, los cuales también son intensivos en el factor trabajo, se han incrementado durante 2024, mientras que las de otros, como servicios funerarios, han venido disminuyendo.

Las variaciones de precios de los genéricos de servicios se han visto afectadas por incrementos en sus costos y por cambios en la demanda. Si bien diversos factores idiosincráticos están influyendo en el comportamiento diferenciado de las variaciones de estos precios, como se ejemplificó para algunos genéricos con el mapa de calor, se estima que las presiones de costos fueron generalizadas a raíz de la pandemia. En efecto, índices de costos construidos con base en la estructura productiva dada por la matriz insumo producto y una aproximación de la evolución de los precios de los insumos utilizados por cada industria indican que los aumentos en los costos de producción de los servicios han sido generalizados (Gráfica 4).¹ No obstante, de acuerdo con las estimaciones los incrementos en dichos costos acumulados desde el inicio de la pandemia han sido particularmente notorios

en algunos sectores, tales como los servicios de alimentación, turísticos y el resto de servicios. Las presiones en los costos parecerían todavía estarse reflejando, con cierto rezago, en las variaciones de precios de estos grupos.

En la Gráfica 5 se presentan las funciones de densidad de las variaciones anuales de los precios de los genéricos de servicios. En esta gráfica se puede observar que después de la pandemia las funciones de densidad de las variaciones anuales de los precios de este grupo se desplazaron a la izquierda del promedio que registraron entre 2003 y 2019. También se puede apreciar que se registraron variaciones negativas extremas. Durante 2021, conforme las condiciones de los negocios y de la economía fueron cambiando luego del confinamiento, las variaciones de precios de los servicios se elevaron, moviendo sus funciones de densidad a la derecha en los siguientes dos años, a la vez que se registraron variaciones particularmente altas en los precios de algunos genéricos. Si bien dichas funciones han presentado cierto desplazamiento a la izquierda recientemente, la mayor proporción de las variaciones anuales de los precios de los genéricos de servicios todavía se sitúa en niveles superiores al promedio de 2003-2019 y se continúan registrando variaciones anuales particularmente altas en los precios de algunos genéricos.

Gráfica 2
Índice de precios de grupos de servicios distintos a la vivienda y a la educación^{1/}



1/ Los ponderadores se encuentran normalizados al grupo de servicios distintos a la vivienda y a la educación, y la suma de los mismos puede tener alguna discrepancia respecto del total por efectos de redondeo.

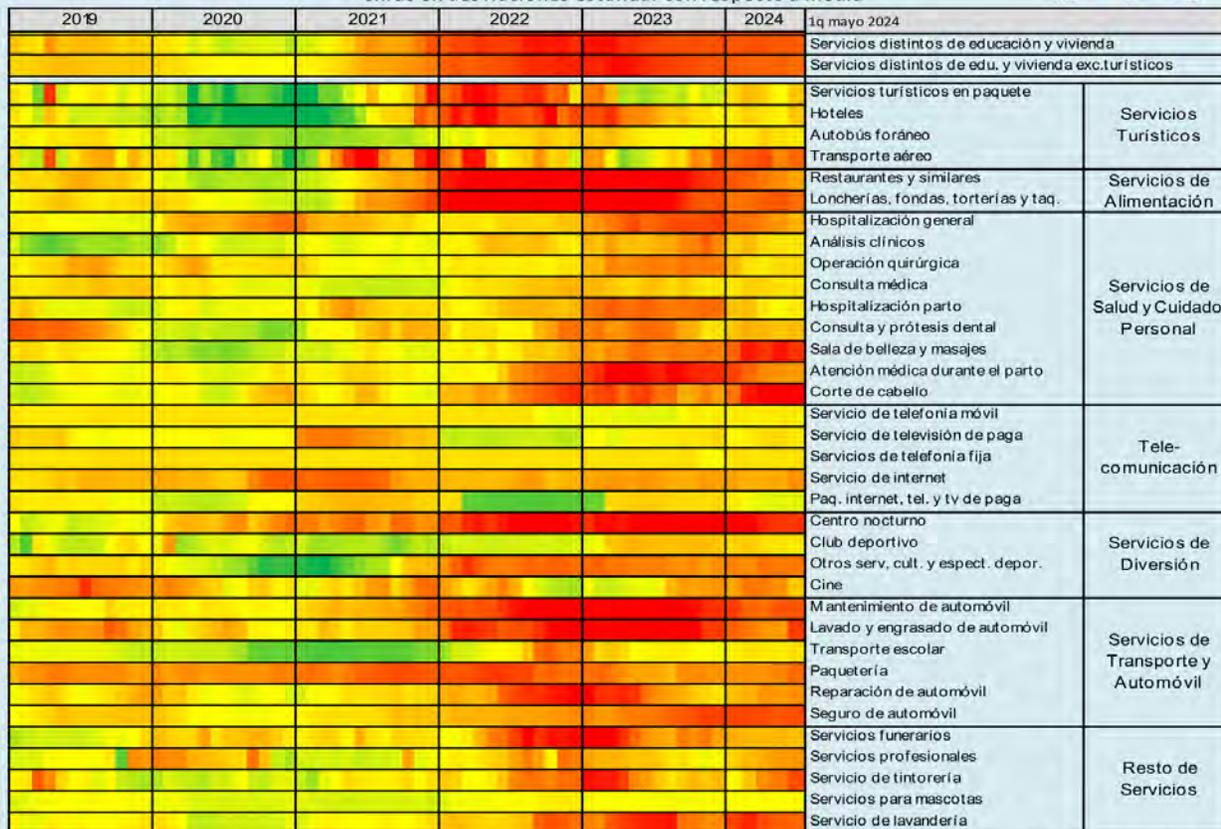
Fuente: Banco de México e INEGI.

¹ Para los detalles sobre la metodología con la que se estimaron los índices de costos ver Recuadro 6 del Informe Trimestral Julio-Septiembre 2023.

Gráfica 3

Variaciones anuales estandarizadas de servicios distintos a educación y vivienda

Cifras en desviaciones estándar con respecto a media^{1/}



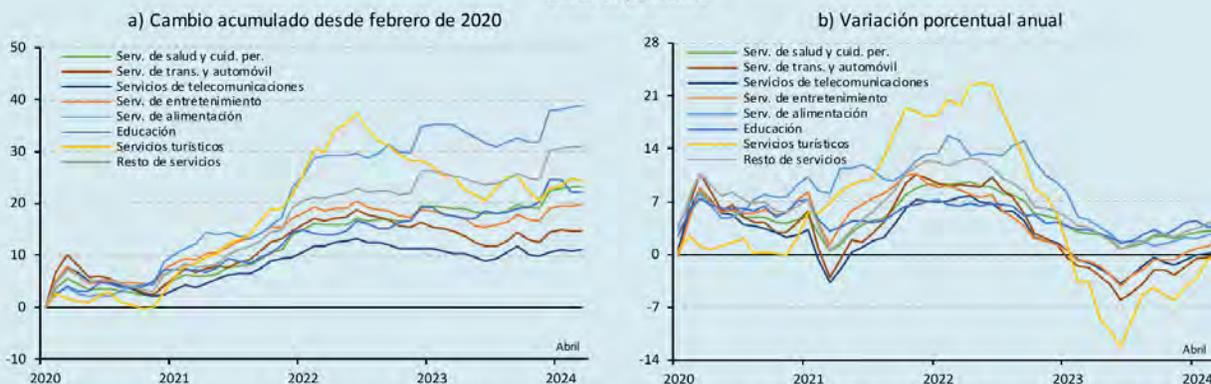
1/ Se calcula la media y desviación estándar de las variaciones anuales de cada genérico considerando el periodo de enero 2003 a diciembre 2019.

Fuente: Banco de México e INEGI.

Gráfica 4

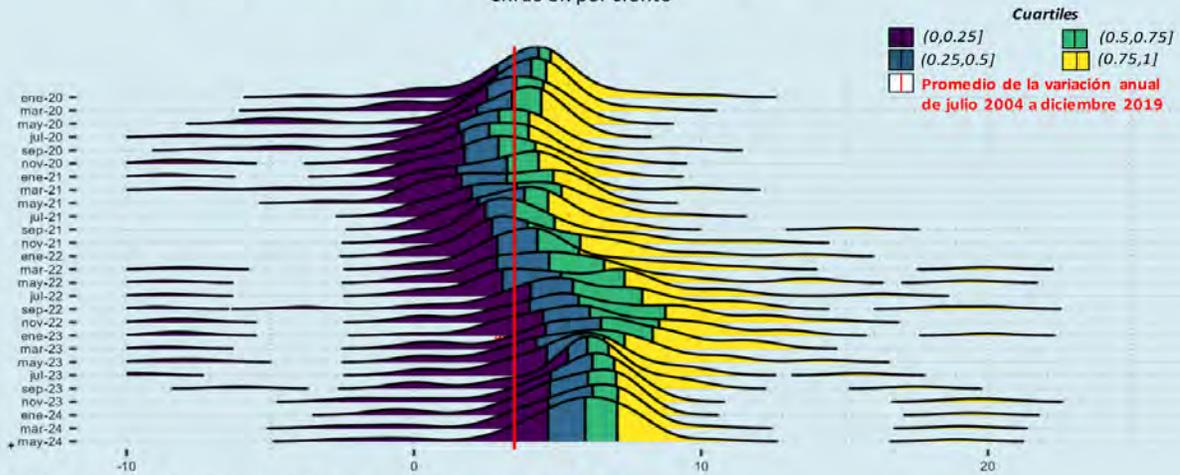
Estimación de índices de costos para grupos especiales de servicios

Cifras en por ciento



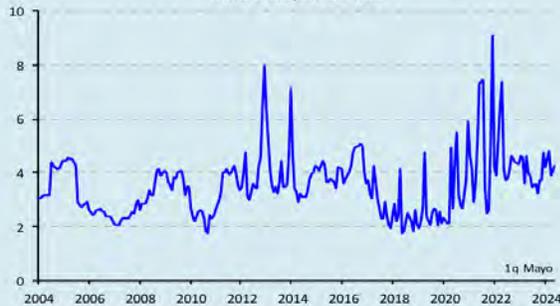
Fuente: Elaboración del Banco de México con datos del INEGI, IMSS, FMI, Bureau of Labor Statistics y US Census. Ver Recuadro 6 del Informe Trimestral Julio-Septiembre 2023.

Gráfica 5
Funciones de densidad de variaciones anuales de los genéricos de servicios^{1/}
 Cifras en por ciento



1/ Las funciones de densidad consideran las variaciones sin poderar.
 * Solo se considera la información de la primera quincena de mayo.
 Fuente: Banco de México e INEGI.

Gráfica 6
Desviación estándar de las variaciones anuales de los genéricos de servicios del INPC
 Cifras en por ciento



Fuente: Banco de México e INEGI.

En la Gráfica 6 se presenta la evolución de la desviación estándar de las variaciones anuales de los precios de los genéricos de servicios. Como se puede observar la dispersión de las variaciones anuales aumentó de manera importante durante 2021 y 2022, mientras que durante 2023 y 2024 se ha ubicado en niveles más bajos aunque por arriba de los niveles prepandemia.

3. Variaciones mensuales ajustadas por estacionalidad

Las variaciones mensuales permiten analizar de mejor manera el comportamiento de los precios en el margen, ya que las variaciones anuales se ven influidas por el efecto de un choque sobre los precios ocurrido hasta once meses antes. Por lo anterior, en las siguientes gráficas se muestran las variaciones mensuales ajustadas por estacionalidad de los grupos de servicios. En la Gráfica 7 se presentan las medias móviles de tres observaciones de las variaciones mensuales ajustadas por

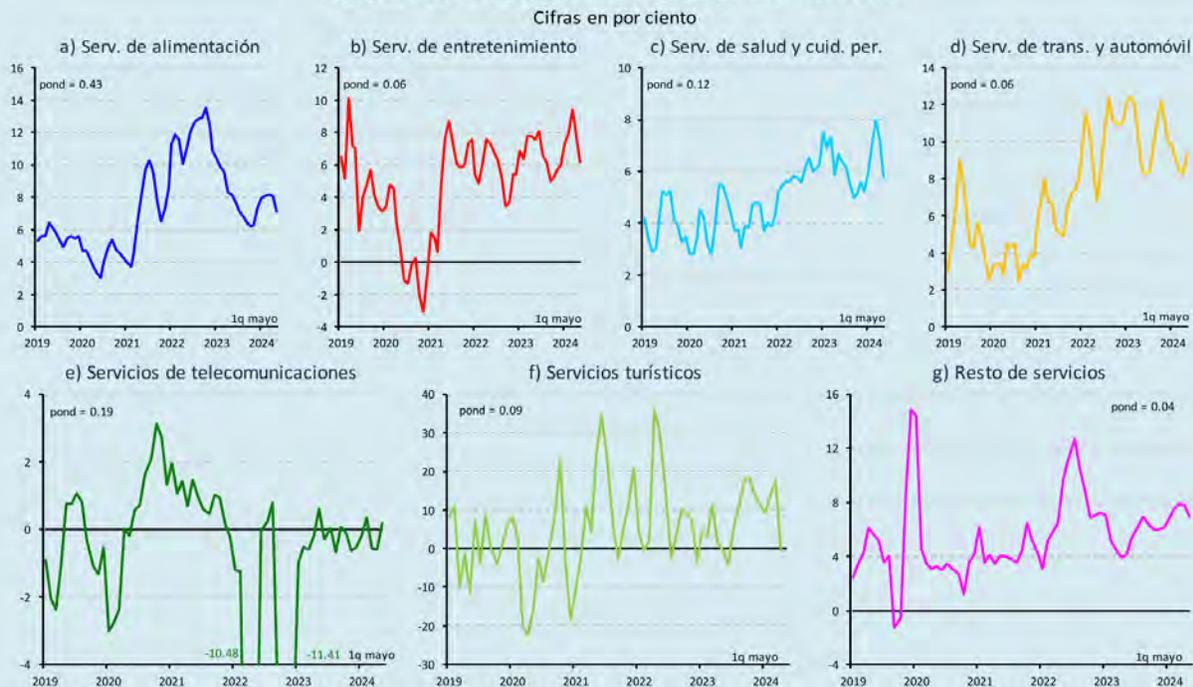
estacionalidad y anualizadas de los precios del agregado más amplio de servicios, del de servicios distintos a vivienda y educación y del de servicios distintos a vivienda y educación sin servicios turísticos. En este último, los turísticos se excluyen por ser particularmente volátiles. En esta gráfica se puede apreciar que las medias móviles de las variaciones mensuales de los subíndices de servicios y de servicios distintos a vivienda y educación excluyendo turísticos parecen haberse estabilizado en niveles relativamente elevados. Por su parte, la media móvil de la variación mensual del subíndice de servicios distintos a vivienda y educación se redujo en abril y en la primera quincena de mayo después de haber presentado cierta tendencia al alza en los meses previos.

Gráfica 7
Índice de precios de servicios
Media móvil de 3 obs. de variaciones mensuales a.e.a.
 Cifras en por ciento



a.e.a./ Cifras ajustadas estacionalmente y anualizadas.
 Para la última observación se utiliza la variación quincenal anualizada.
 Fuente: Desestacionalización por el Banco de México con información de INEGI.

Gráfica 8
Índice de precios de servicios distintos a la vivienda y a la educación^{1/}
Media móvil de 3 observaciones de variaciones mensuales a.e.a.

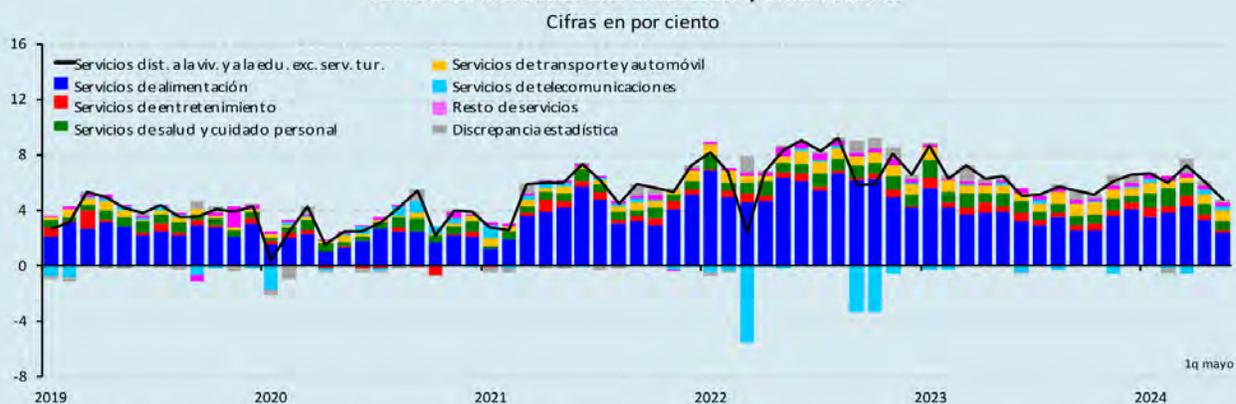


a.e.a./ Cifras ajustadas estacionalmente y anualizadas.

1/ Los ponderadores se encuentran normalizados al grupo de servicios distintos a la vivienda y a la educación, y la suma de los mismos puede tener alguna discrepancia respecto del total por efectos de redondeo.

Para la última observación se utiliza la variación quincenal anualizada.

Gráfica 9
Contribución de los grupos de servicios distintos a la vivienda y a la educación excluyendo servicios turísticos^{1/}
Variaciones mensuales a.e. anualizadas y contribuciones



1/ a.e. Cifras ajustadas estacionalmente.

Nota: La discrepancia estadística es la diferencia entre la variación mensual a.e. anualizada del grupo y la suma de las incidencias de las variaciones mensuales a.e. anualizadas de sus componentes.

Fuente: Banco de México e INEGI.

En la Gráfica 8 se puede observar que las medias móviles de las variaciones mensuales ajustadas por estacionalidad y anualizadas de los distintos grupos que integran el subíndice de servicios distintos a vivienda y educación presentan cierta heterogeneidad. Por un lado, las variaciones de precios de los servicios de telecomunicaciones se han mantenido en niveles bajos y las de los servicios turísticos han presentado una alta volatilidad. Por otro lado, las variaciones de precios de los grupos de servicios de entretenimiento, salud y cuidado personal y resto de servicios han presentado una ligera tendencia al alza desde finales de 2023, si bien exhibieron reducciones en abril y en la primera quincena de mayo. En el caso de las variaciones de precios de los servicios de transporte y automóvil en meses recientes han exhibido una tendencia a la baja, aunque con un incremento en la primera quincena de mayo. Finalmente, la de los servicios de alimentación, después de haber bajado durante 2023, en los primeros meses de 2024 revirtió parte de la disminución, aunque en abril y en la primera quincena de mayo de 2024 presentó reducciones nuevamente. En general, ante variaciones mensuales de los precios de los grupos de servicios elevadas respecto a sus niveles prepandemia, si bien con heterogeneidad, las variaciones anuales de los precios de la mayoría de estos grupos no han consolidado una tendencia a la baja y se ubican en consecuencia también en niveles relativamente altos.

En la Gráfica 9 se presentan las contribuciones de las variaciones mensuales ajustadas por estacionalidad de cada uno de los grupos de servicios distintos a vivienda y educación excluyendo turísticos a la variación mensual ajustada por estacionalidad de este rubro agregado. En el interior de este grupo, el comportamiento de los precios de los servicios de alimentación ha tenido una influencia notable en el agregado dado su elevada ponderación. Si bien durante la mayor parte de 2023 la incidencia

de los precios de los servicios de alimentación al rubro de los servicios distintos a vivienda y educación fue reduciéndose, a finales de dicho año presentó cierto incremento, volviendo a disminuir en los últimos dos meses. Las variaciones de precios de los servicios de telecomunicaciones han contribuido a la baja en algunos periodos. Las contribuciones de las variaciones de precios de los otros grupos han presentado ciertas disminuciones, pero se han mantenido altas relativo a antes de la pandemia.

4. Consideraciones finales

En este Recuadro se mostró que las variaciones de precios de los servicios se mantienen relativamente altas en comparación con sus niveles prepandemia incluso a un mayor nivel de desagregación. Por otro lado, se ilustró que las variaciones de precios de algunos servicios que ya se habían reducido durante 2023 presentaron cierta reversión a finales de ese año. No obstante, en el interior de este subíndice sus grupos han presentado un comportamiento diferenciado, ya que las variaciones de precios de algunos de estos han continuado disminuyendo durante los últimos meses, mientras que las de otros han presentado una ligera tendencia al alza.

Las variaciones de precios de los genéricos de servicios se han visto afectadas por diversos choques en los últimos años, los cuales han sido atípicos, profundos y duraderos. Estos choques han afectado los costos de producción de las empresas y también la demanda de los distintos servicios. Si bien diversos factores idiosincráticos influyeron en el comportamiento diferenciado de las variaciones de los precios de los servicios, se estima que las presiones de costos fueron generalizadas a partir de la pandemia. Hacia adelante, se espera que los efectos de estos choques sobre los precios de los servicios se vayan desvaneciendo, si bien persiste incertidumbre sobre la velocidad a la que ello podría continuar ocurriendo.

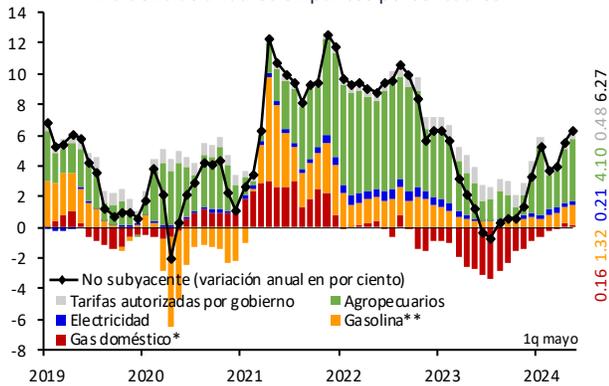
4.1.2. La inflación no subyacente

Entre el cuarto trimestre de 2023 y el primer trimestre de 2024, la inflación no subyacente anual se incrementó de 1.79 a 4.31%, alcanzado 6.27% en la primera quincena de mayo (Gráfica 97). Este comportamiento al alza reflejó el aumento tanto en la variación anual de los precios de los agropecuarios como en la de los energéticos (Gráfica 98).

Gráfica 97

Índices de precios no subyacente

Incidenias anuales en puntos porcentuales^{1/}



1/ En ciertos casos la suma de los componentes respectivos puede tener alguna discrepancia respecto del total por efectos de redondeo.

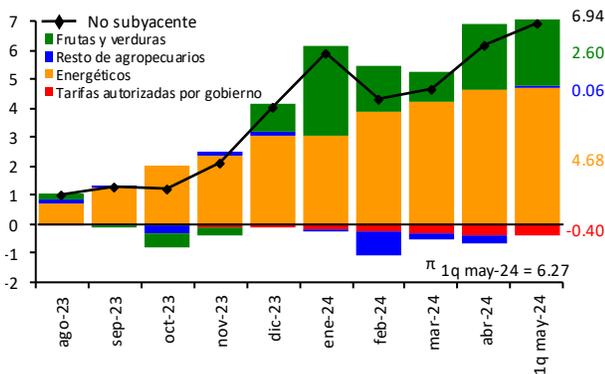
* Incluye gas L. P. y gas natural. ** Incluye gasolina de alto y bajo octanaje.

Fuente: INEGI.

Gráfica 98

Índice de precios no subyacente

Cambio de incidencias en puntos porcentuales de la inflación anual respecto de julio de 2023^{1/}



1/ La variación anual de julio de 2023 fue -0.67% y es la mínima desde abril de 2020 cuando se situó en -1.96%. La suma de incidencias puede diferir del total por redondeo.

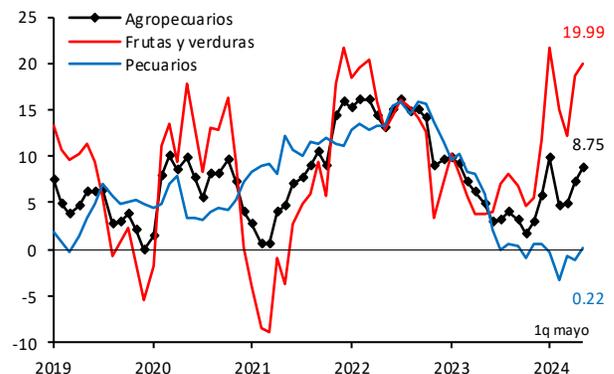
Fuente: INEGI.

La inflación anual de los productos agropecuarios aumentó de 3.38 a 6.49% entre el cuarto trimestre de 2023 y el primer trimestre de 2024 y registró 8.75% en la primera quincena de mayo (Gráfica 99). En su interior, la inflación anual de las frutas y verduras se elevó de 7.36 a 16.41% entre trimestres afectada, en mayor medida, por choques de oferta que impactaron al alza los precios del jitomate y de la cebolla en diciembre de 2023 y enero de 2024, los cuales se revirtieron en febrero y marzo de 2024. Posteriormente, en la primera quincena de mayo, la inflación anual del rubro de las frutas y verduras aumentó a 19.99% como resultado de efectos base y por ciertos aumentos en los precios de algunas verduras (Gráfica 100). Por su parte, la inflación anual de los productos pecuarios se situó en 0.11, -1.41 y 0.22% en las mismas fechas.

Gráfica 99

Índice de precios de agropecuarios

Variación anual en por ciento

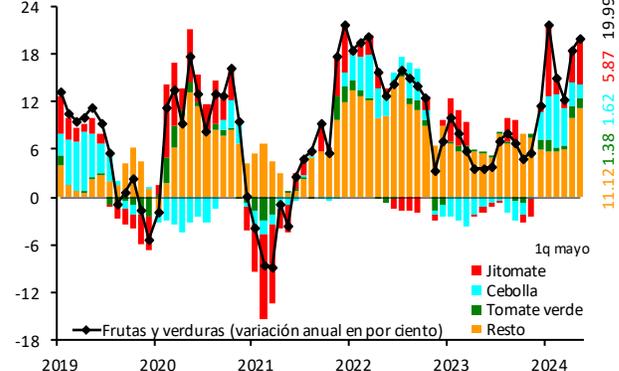


Fuente: INEGI.

Gráfica 100

Índices de precios de frutas y verduras

Incidenias anuales en puntos porcentuales^{1/}



1/ En ciertos casos la suma de los componentes puede registrar alguna discrepancia respecto del total por efectos de redondeo.

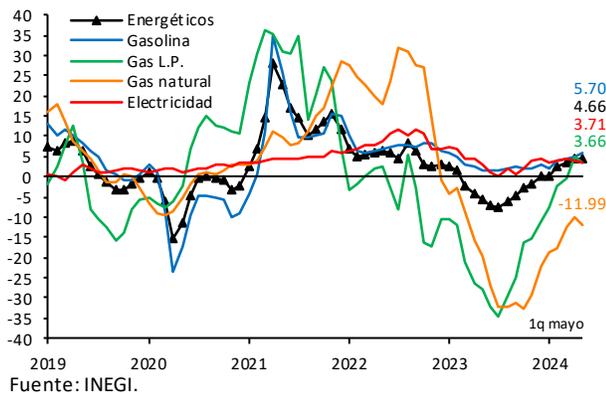
Fuente: INEGI.

Entre el cuarto trimestre de 2023 y el primer trimestre de 2024, la inflación anual de los energéticos aumentó de -1.39 a 1.91% y se situó en 4.66% en la primera quincena de mayo (Gráfica 101). Este comportamiento reflejó, principalmente, las mayores variaciones anuales registradas en los precios del gas L.P., las cuales se situaron en -14.35, -3.36 y 3.66% en las fechas señaladas. Este desempeño respondió, a su vez, a la evolución que exhibieron sus referencias internacionales. Por su parte, la variación anual de los precios de la gasolina pasó de 2.32 a 3.47 y a 5.70% en los mismos lapsos.

La variación anual de los precios de la electricidad aumentó de 3.44 a 4.02% entre el cuarto trimestre de 2023 y el primer trimestre de 2024 y se situó en 3.71% en la primera quincena de mayo de 2024. Este desempeño reflejó, principalmente, el incremento en los costos de los combustibles utilizados en la generación de la energía eléctrica, los cuales se consideran en la determinación de las tarifas domésticas de alto consumo (DAC). Ello fue parcialmente contrarrestado por la disminución de la contribución de las tarifas ordinarias de electricidad en el periodo referido.

Gráfica 101

Índices de precios de energéticos seleccionados
Variación anual en por ciento



Entre el cuarto trimestre de 2023 y el primer trimestre de 2024, la variación anual de las tarifas autorizadas por el gobierno se redujo de 4.90 a 3.84%. Este resultado estuvo influido, principalmente, por la disminución en la variación anual de la tarifa del transporte colectivo y en la de los derechos por suministro de agua. En la primera

quincena de mayo de 2024, la variación anual de las tarifas autorizadas por el gobierno se situó en 2.85%.

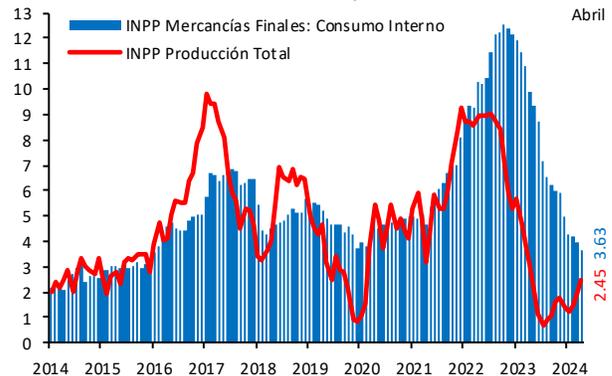
4.2. Índice Nacional de Precios Productor

En lo que concierne al Índice Nacional de Precios al Productor (INPP) de producción total, excluyendo petróleo, su variación anual bajó de 1.57% en el cuarto trimestre de 2023 a 1.53% en el primer trimestre de 2024, ubicándose en 2.45% en abril de este año. En el interior de este indicador, la variación anual del componente de mercancías y servicios finales disminuyó entre los trimestres mencionados de 2.52 a 2.30%, situándose en 2.74% en abril de 2024. En lo que se refiere al subíndice de mercancías y servicios de exportación, su variación anual subió de -0.96 a -0.67% en los trimestres referidos, y registró 0.58% en abril. El subíndice de precios de bienes y servicios intermedios incrementó su variación anual de -0.89 a -0.44% durante el mismo periodo trimestral, para ubicarse en 1.68% en abril de 2024.

La variación anual del subíndice de precios al productor de bienes finales para consumo interno disminuyó de 5.61 a 4.11% entre el cuarto trimestre de 2023 y el primer trimestre de 2024 y se situó en 3.63% en abril (Gráfica 102). Este subíndice es de particular relevancia pues es el que tiene un mayor poder predictivo sobre la evolución de los precios de las mercancías al consumidor incluidas en el subíndice subyacente.

Gráfica 102

Índice Nacional de Precios Productor^{1/}
Variación anual en por ciento



1/ Índice Nacional de Precios Productor Total, excluyendo petróleo.

Fuente: INEGI y Banco de México.

5. Política monetaria

Como establece la Constitución, el objetivo prioritario del Banco de México es procurar la estabilidad del poder adquisitivo de la moneda nacional. A lo largo de todo el episodio inflacionario, en que se han enfrentado choques profundos, generalizados y persistentes generados por la pandemia y la guerra en Ucrania, el Instituto Central, a través de sus acciones y de su comunicación, ha reafirmado su compromiso con la consecución de este mandato. Ello en favor del bienestar de la población mexicana, sobre todo de los segmentos más vulnerables.

Debido a las afectaciones de los choques referidos, la inflación llegó a exhibir una marcada tendencia ascendente. Ante ello, desde mediados de 2021 el Banco de México respondió incrementando su tasa de referencia de manera oportuna y decidida. Conforme el panorama se fue tornado más complejo, aumentó la magnitud de los incrementos en la tasa de referencia de 25 a 50 puntos base en diciembre de 2021 y de 50 a 75 puntos base en junio de 2022. Posteriormente, a finales de ese año, los choques inflacionarios comenzaron a mitigarse. Ello, junto con la postura monetaria alcanzada, contribuyó a que iniciara una fase de desinflación. En ese contexto, el Instituto Central moderó la magnitud de los ajustes al alza en la tasa de política. En la reunión de marzo de 2023, la fijó en 11.25%. Después de haber aumentado esta tasa en 15 reuniones consecutivas, acumulando 725 puntos base de incrementos, la mantuvo sin cambios en dicho nivel a lo largo de un año.

Durante este lapso, la desinflación progresó en el país. De esta forma, en el primer trimestre de 2024, las inflaciones general y subyacente se situaron en niveles visiblemente por debajo de los máximos que registraron en este episodio. En este contexto, la Junta de Gobierno comenzó a considerar reducir la tasa de referencia. En su decisión de febrero de este año, declaró que en las siguientes reuniones evaluaría, en función de la información disponible, la posibilidad de ajustar esta tasa. Posteriormente, en su decisión de marzo, el Banco de México redujo en 25 puntos base el objetivo para la tasa de interés interbancaria a un día para situarla en 11.00%.

En dicha decisión, la Junta de Gobierno reconoció el avance del proceso desinflacionario desde la última

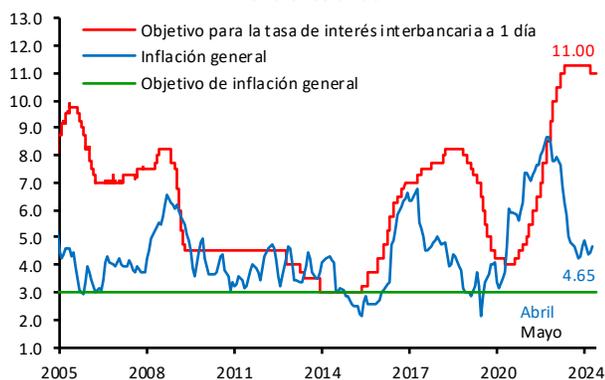
vez que se ajustó la tasa de referencia y, en consecuencia, juzgó que el panorama inflacionario era conducente para reducir esta tasa. Este ajuste no significó que se considerara que el episodio inflacionario estuviera resuelto. A pesar de su visible descenso, la inflación general anual todavía permanecía por encima de la meta de 3%, el componente subyacente en niveles relativamente altos y el balance de riesgos para sus trayectorias previstas sesgado al alza. En este sentido, la Junta consideró que persistían retos y riesgos que ameritaban continuar con un manejo prudente de la política monetaria.

Para la reunión de mayo, si bien la inflación general aumentó, ello obedeció a un repunte del componente no subyacente, que es volátil. Por su parte, la inflación subyacente siguió disminuyendo, debido a la trayectoria descendente de la inflación de mercancías. No obstante, la persistencia de la inflación de los servicios demostró ser mayor a lo que se había contemplado. Por consiguiente, se consideró que los efectos de los choques se disiparían de manera más paulatina de lo previsto anteriormente y, en consecuencia, los pronósticos de las inflaciones general y subyacente se revisaron al alza. Debido a esta valoración del panorama inflacionario, la Junta de Gobierno, en esa ocasión, decidió mantener sin cambio la tasa de referencia en 11.00%.

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

En este sentido, la Junta irá ponderando el nivel de restricción monetaria con la evolución de la inflación y de sus componentes, así como de sus perspectivas. Esto requiere dar seguimiento a una amplia gama de variables económicas y financieras, tanto internas como externas, muchas de carácter prospectivo. En este proceso no solo se consideran los datos en el margen, sino las tendencias que marcan los indicadores. Las decisiones que en su momento se tomen dependerán del panorama inflacionario. Ante los retos prevalecientes, cuando las condiciones macroeconómicas permitan ajustes en la tasa de referencia, estos serían graduales.

Gráfica 103
Objetivo para la tasa de interés interbancaria a 1 día e inflación general^{1/}
 Por ciento anual



1/ Hasta el 20 de enero de 2008 se muestra la tasa de interés interbancaria a 1 día. El último dato mensual de inflación corresponde a abril de 2024.

Fuente: Banco de México e INEGI.

Durante este complejo periodo inflacionario, tanto la tasa de referencia como la tasa de interés real ex-ante alcanzaron niveles significativamente más

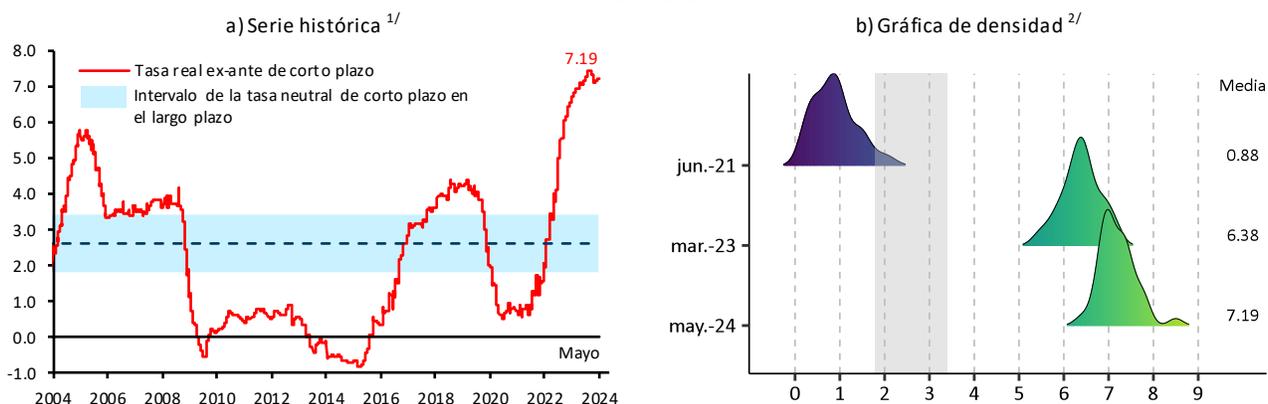
altos que los que se habían observado desde que la tasa de interés interbancaria a un día se usa como instrumento de la política monetaria. Ello ante las acciones del Banco de México para hacer frente a presiones inflacionarias que no se habían visto en dos décadas (Gráficas 103 y 104). En mayo de 2021, cuando la tasa de referencia se encontraba en 4.00%, la tasa real ex-ante registró un nivel de 0.75%. A medida que el Banco de México fue ajustando al alza la tasa de referencia y adoptó acciones más contundentes, la tasa real ex-ante se incrementó. Así, en marzo de 2023, luego de que la tasa objetivo se fijara en un nivel de 11.25%, la tasa real ex-ante se situó en 6.38%. Posteriormente, entre esa decisión y principios de marzo de 2024, periodo en el cual la tasa de referencia permaneció en 11.25%, la tasa real se incrementó a 7.33%, como resultado de la disminución gradual de las expectativas de inflación. Ante el recorte de 25 puntos base en la tasa de referencia en la decisión del 21 de marzo de 2024, la tasa de interés real ex-ante se ubicó en 7.08%. En mayo dicha tasa se situó en 7.19%, nivel que supera significativamente el límite superior del intervalo estimado de la tasa de interés neutral. Así, aun considerando el ajuste a la tasa de referencia en marzo pasado, la postura monetaria se mantiene claramente en terreno restrictivo, como lo amerita el panorama inflacionario (Gráfica 104a).²⁰

Asimismo, tomando en cuenta la expectativa de inflación de cada uno de los especialistas encuestados por el Banco de México, se obtiene que la distribución resultante para la tasa real ex-ante se localiza en su totalidad por encima del límite superior del intervalo estimado de la tasa de interés neutral (Gráfica 104b).

²⁰ De acuerdo con los resultados de diversas metodologías, se estima que la tasa neutral de corto plazo en el largo plazo en términos reales se ubica entre 1.8 y 3.4%. Ver Recuadro "Actualización de la Estimación

de la Tasa Neutral de Interés en el Largo Plazo en México" del Informe Trimestral Abril - Junio 2019.

Gráfica 104
Tasa real ex-ante de corto plazo e intervalo estimado para la tasa neutral real de corto plazo en el largo plazo
 Por ciento anual



Nota: La tasa real ex-ante de corto plazo se calcula como la diferencia entre el objetivo de la tasa de interés interbancaria a un día y la media de las expectativas de inflación a 12 meses extraídas de la Encuesta Sobre las Expectativas de los Especialistas en Economía del Sector Privado. Para el periodo anterior a 2008, la tasa real ex-ante se calcula con la tasa de interés interbancaria a 1 día.

1/ La línea punteada, ubicada en 2.6%, corresponde al punto medio del intervalo estimado para la tasa neutral de corto plazo en el largo plazo en términos reales, el cual va de 1.8 a 3.4%.

2/ Para junio de 2021 y marzo de 2023 se muestra el cálculo usando la inflación esperada en los próximos 12 meses durante el mes en que se recaba la encuesta, mientras que para mayo de 2024 se obtiene de la encuesta publicada el 2 de mayo de 2024 y corresponde a la inflación esperada en mayo de 2025, es decir, para los siguientes 12 meses en el mes t+1. El área sombreada corresponde al intervalo estimado para la tasa neutral de corto plazo en el largo plazo.

Fuente: Banco de México.

A lo largo de este episodio inflacionario, caracterizado por choques de gran magnitud, la postura monetaria del Instituto Central ha contribuido a preservar el anclaje de las expectativas de inflación de mayor plazo. Durante el periodo que cubre este Informe, dichas expectativas se mantuvieron relativamente estables. Además, se registraron reducciones para algunos plazos.

En particular, entre diciembre de 2023 y abril de 2024, la mediana de las expectativas de la inflación

general para el largo plazo (promedio 5 a 8 años) disminuyó de 3.60 a 3.50%. Por su parte, la correspondiente al componente subyacente se mantuvo en 3.50% durante el periodo mencionado. En tanto, la mediana de las expectativas de la inflación general para los próximos 4 años se mantuvo relativamente estable, al pasar de 3.72 a 3.68%. Por su parte, la mediana del componente subyacente disminuyó de 3.70 a 3.63% (Gráfica 105).²¹

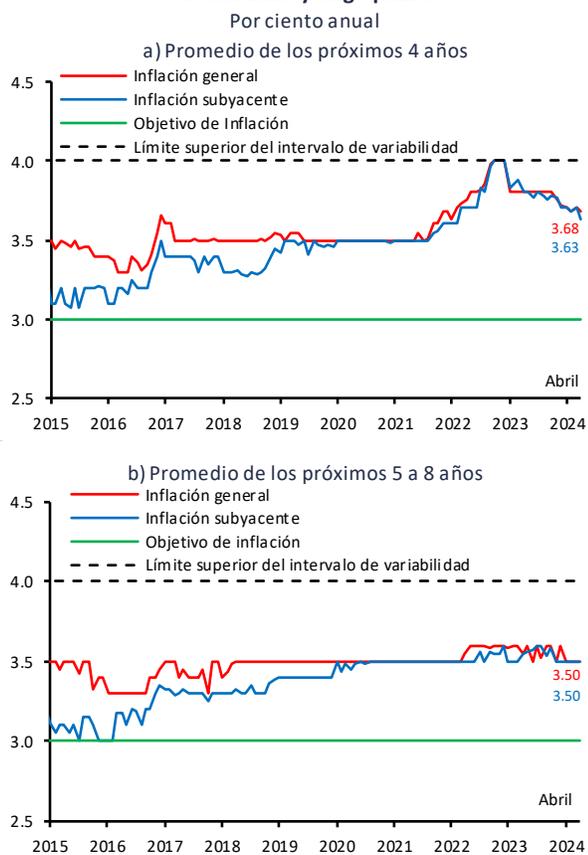
²¹ La mediana de las expectativas de inflación general de largo plazo de la encuesta Citibanamex (promedio para los siguientes 2 a 6 años) se

mantuvo en 3.70% entre las encuestas del 19 de diciembre de 2023 y la del 21 de mayo de 2024.

Para el cierre de 2024, las medianas de las expectativas de inflación general y subyacente aumentaron de 4.00 a 4.20% y de 4.06 a 4.10%, respectivamente. Por último, las medianas correspondientes al cierre de 2025 para la inflación general y subyacente permanecieron prácticamente sin cambios, al pasar de 3.72 a 3.71% y de 3.73 a 3.72%, respectivamente (Gráfica 106).²²

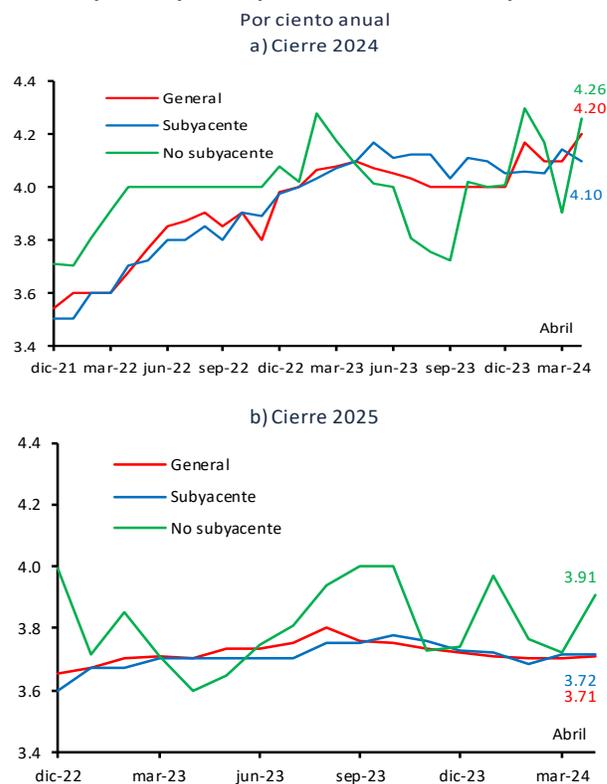
Por su parte, la distribución de las expectativas de inflación general para el cierre de 2024 ha tendido a mostrar una menor dispersión en comparación con el comportamiento que presentaban a principios y a finales de 2023. Por otra parte, la distribución correspondiente al cierre de 2025 ha permanecido relativamente estable desde diciembre de 2023 (Gráfica 107).

Gráfica 105
Medianas de las expectativas de inflación de mediano y largo plazos



Fuente: Encuesta sobre las expectativas de los especialistas en economía del sector privado. La última observación reportada corresponde a la encuesta publicada el 2 de mayo de 2024.

Gráfica 106
Medianas de las expectativas de inflación general, subyacente y no subyacente al cierre de 2024 y 2025



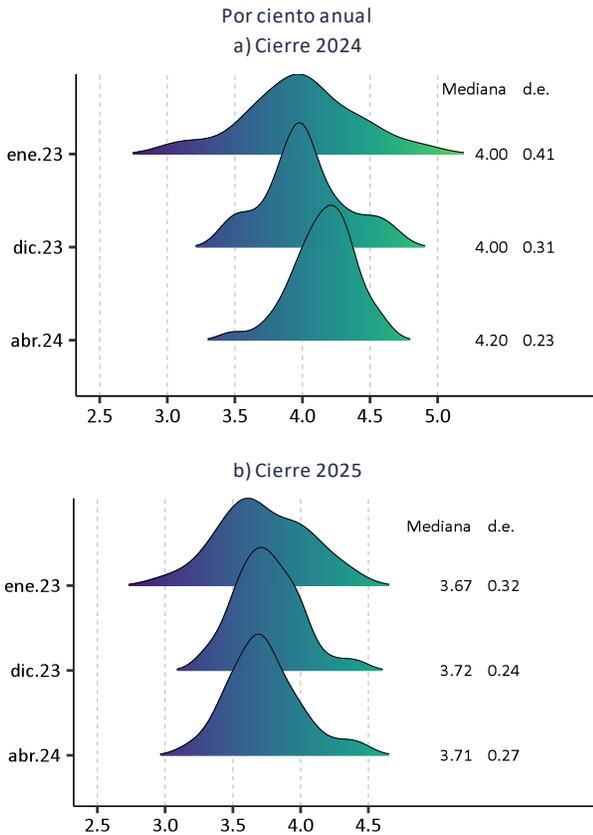
Nota: Para obtener la mediana de las expectativas de inflación no subyacente se calcula la expectativa implícita de cada analista que tenga un pronóstico tanto para inflación general, como la subyacente.

Fuente: Encuesta sobre las expectativas de los especialistas en economía del sector privado. Los números reportados corresponden a la encuesta publicada el 2 de mayo de 2024.

²² Entre las encuestas de Citibanamex del 19 de diciembre de 2023 y la del 21 de mayo de 2024, la mediana de las expectativas de la inflación general para el cierre de 2024 aumentó de 4.00 a 4.21%, mientras que la del componente subyacente disminuyó ligeramente de 4.09 a 4.07%.

Por su parte, en la encuesta Citibanamex del 21 de mayo de 2024, las medianas de las expectativas de la inflación general y subyacente al cierre de 2025 se ubicaron en 3.71%, en ambos casos.

Gráfica 107
Distribución de las expectativas de inflación general

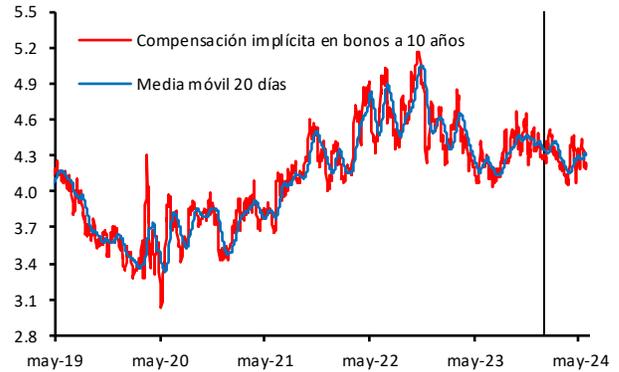


Nota: d.e. se refiere a la desviación estándar.
Fuente: Encuesta sobre las expectativas de los especialistas en economía del sector privado. Los números reportados corresponden a las encuestas publicadas el 1 de febrero, el 15 de diciembre de 2023 y el 2 de mayo de 2024.

En el periodo que abarca este Informe, la compensación por inflación y riesgo inflacionario extraída de instrumentos de mercado disminuyó entre diciembre y marzo, para posteriormente revertir esta tendencia a partir de abril, presentando cierta volatilidad (Gráfica 108). Este último aumento respondió a los incrementos que se han observado en las tasas de interés de largo plazo en México durante el periodo. De igual forma, en su interior, la prima por riesgo inflacionario se ajustó a la baja entre diciembre de 2023 y marzo de 2024, revirtiendo posteriormente esa disminución. Por su parte, las expectativas de inflación extraídas de instrumentos de mercado

disminuyeron ligeramente entre diciembre de 2023 y marzo de 2024, incrementándose de manera acotada en abril, lo que las llevó a ubicarse en niveles de diciembre del año previo (Gráficas 109 y 110).²³

Gráfica 108
Compensación por inflación y riesgo inflacionario implícita en bonos



Nota: La compensación por inflación y riesgo inflacionario se calcula como la diferencia entre las tasas de interés nominal y real de largo plazo. La línea vertical corresponde al 29 de diciembre de 2023.

Fuente: Elaborado por Banco de México con datos de Valmer y Proveedor Integral de Precios (PiP).

Gráfica 109
Estimación de las expectativas de inflación anual extraídas de instrumentos de mercado^{1/}

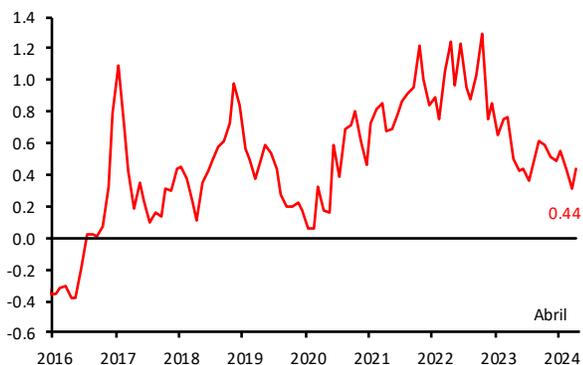


1/ La expectativa de inflación se calcula con base en un modelo afín usando datos de Bloomberg, Proveedor Integral de Precios (PiP) y Valmer, según proponen Aguilar, Elizondo y Roldán (2016). Fuente: Elaborado por el Banco de México con datos de Bloomberg, Valmer y Proveedor Integral de Precios (PiP).

²³ Para una descripción de la estimación de las expectativas de inflación de largo plazo extraídas de instrumentos de mercado, ver el Recuadro "Descomposición de la Compensación por Inflación Esperada y Riesgo

Inflacionario" en el Informe Trimestral Octubre - Diciembre 2013. La estimación de la prima por riesgo inflacionario comienza en enero de 2005, debido a la disponibilidad de los datos de Udibonos.

Gráfica 110
Estimación de la prima por riesgo
inflacionario a 10 años ^{1/}
 Por ciento



^{1/} La prima por riesgo inflacionario se calcula con base en un modelo afín usando datos de Bloomberg, Proveedor Integral de Precios (PiP) y Valmer, según proponen Aguilar, Elizondo y Roldán (2016).

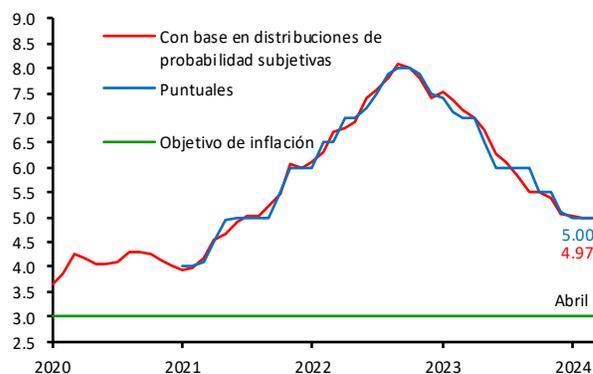
Fuente: Elaborado por el Banco de México con datos de Bloomberg, Valmer y Proveedor Integral de Precios (PiP).

Por su parte, las expectativas de inflación general de las empresas para los próximos 12 meses, que desde febrero de 2020 recaba el Banco de México en la Encuesta Mensual de Actividad Económica Regional (EMAER),²⁴ disminuyeron nuevamente entre diciembre y abril de 2024. En particular, las expectativas calculadas con base en distribuciones de probabilidades subjetivas disminuyeron de 5.38 a 4.97% en ese lapso. De igual modo, las correspondientes a expectativas puntuales se revisaron a la baja de 5.50 a 5.00% (Gráfica 111).

Durante el periodo reportado, los mercados financieros nacionales resintieron la alta sensibilidad de los mercados financieros internacionales a la publicación de cifras económicas por sus implicaciones para el rumbo de la política monetaria en economías avanzadas. En este contexto, luego de que se observara una baja volatilidad en los primeros meses del año, durante abril de 2024 reflejaron los cambios en las perspectivas sobre la trayectoria que

podría seguir la tasa de referencia de la Reserva Federal y una mayor aversión al riesgo. Respecto de lo primero, los analistas y participantes de mercados financieros ahora esperan una menor cantidad de recortes a dicha tasa durante 2024. Asimismo, han postergado la fecha en que anticipan que esa institución implemente el primer ajuste a la baja de esa tasa. Respecto de lo segundo, un evento en el marco del conflicto geopolítico en Medio Oriente propició un aumento temporal en la aversión al riesgo. Además, en mayo, ante cifras de inflación y del mercado laboral más en línea con lo previsto, los mercados financieros internacionales y nacionales mostraron un comportamiento más favorable, lo cual se reflejó en una reversión parcial de los ajustes de abril en las tasas de interés y el tipo de cambio.

Gráfica 111
Medianas de las expectativas de inflación general
a 12 meses de empresas
 Por ciento



Fuente: Encuesta mensual de actividad económica regional levantada por el Banco de México.

En el mercado nacional de renta fija, las tasas de interés de valores gubernamentales mostraron movimientos diferenciados a lo largo de la curva de rendimientos durante el periodo que abarca este Informe. Por un lado, las tasas de corto plazo presentaron disminuciones, acorde con la reducción en la tasa de referencia. Por otro lado, las tasas de mediano y largo plazos, luego de exhibir movimientos

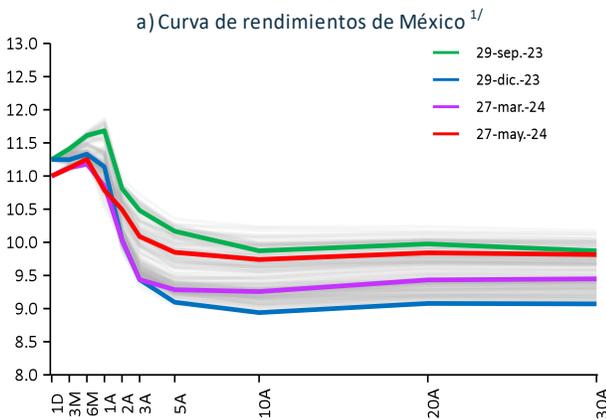
²⁴ La información correspondiente a las expectativas de inflación de las empresas se obtiene del módulo especial que se recaba mensualmente desde febrero de 2020 como parte de la Encuesta Mensual de Actividad Económica Regional (EMAER). En dicho módulo, se consulta a las empresas acerca de sus expectativas con respecto de la inflación para los siguientes 12 meses, medidas por la variación en el Índice Nacional de Precios al Consumidor (INPC). Ver Recuadro 3 “Las Expectativas de Inflación de las Empresas” en el Reporte sobre las Economías Regionales Julio - Septiembre de 2021. Las distribuciones

de probabilidad subjetivas se calculan con base en una pregunta en la cual las empresas reportan posibles escenarios de inflación (en algunos casos 3 y en otros 5), al igual que sus correspondientes probabilidades de ocurrencia. Las expectativas calculadas con dichas distribuciones que se presentan en la Gráfica 111 se estimaron como el promedio de las medianas de las expectativas de inflación de 3 y 5 escenarios. Las expectativas puntuales se recaban preguntando a las empresas directamente el valor que prevén que tome la inflación a 12 meses.

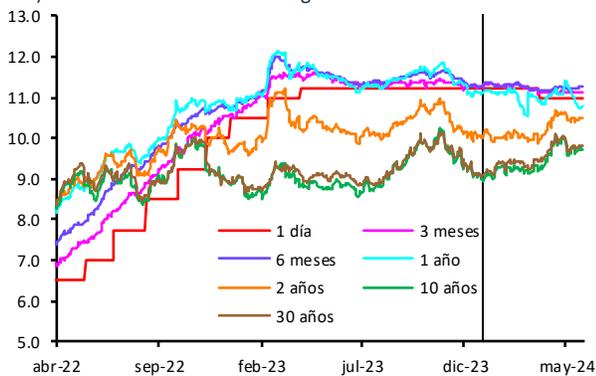
acotados entre enero y marzo, registraron alzas importantes en abril, incluso de mayor magnitud que las observadas en Estados Unidos (Gráficas 112 y 113). A este incremento en las tasas de interés en México contribuyeron las perspectivas de tasas más altas por más tiempo que lo que se anticipaba previamente en los Estados Unidos, así como un aumento en la aversión al riesgo en los mercados globales a raíz del aumento en las tensiones geopolíticas en Medio Oriente. Con ello, la volatilidad en las tasas de interés nacionales aumentó durante el mes de abril, luego de haber presentado niveles relativamente bajos a principios de año (Gráfica 114).

el periodo reportado. Pese a esta tendencia, dicha pendiente permaneció en terreno negativo (Gráfica 115). En cuanto a los componentes estimados de la tasa de 10 años, tanto la expectativa de la tasa de interés de corto plazo como la prima por plazo se incrementaron respecto al cierre del cuarto trimestre de 2023, esta última exhibiendo volatilidad (Gráfica 116). Por último, la curva de diferenciales de tasas de interés entre México y Estados Unidos disminuyó para los plazos cortos, como reflejo de la reducción de la tasa de referencia en nuestro país, y registró volatilidad para los plazos medianos y largos (Gráfica 117).

Gráfica 112
Mercado de renta fija en México
 Por ciento



b) Tasas de interés de valores gubernamentales en México ^{2/}



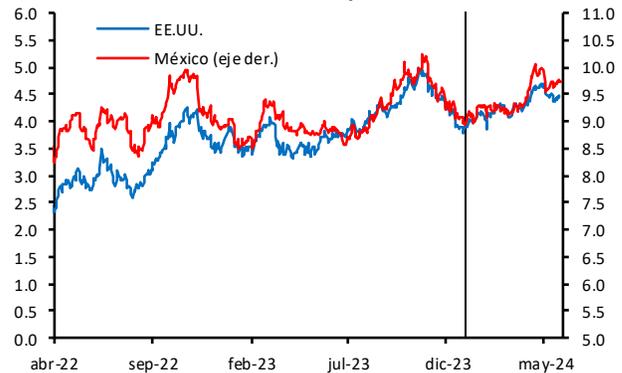
1/ Las líneas grises representan las curvas de rendimientos diarias desde el 29 de diciembre de 2023.

2/ La línea vertical corresponde al 29 de diciembre de 2023.

Fuente: Proveedor Integral de Precios (PiP).

Los ajustes descritos en las tasas de interés de valores gubernamentales dieron lugar a que la pendiente de la curva de rendimientos (definida como la diferencia entre la tasa de 10 años y la de 3 meses) presentara una tendencia hacia niveles menos negativos durante

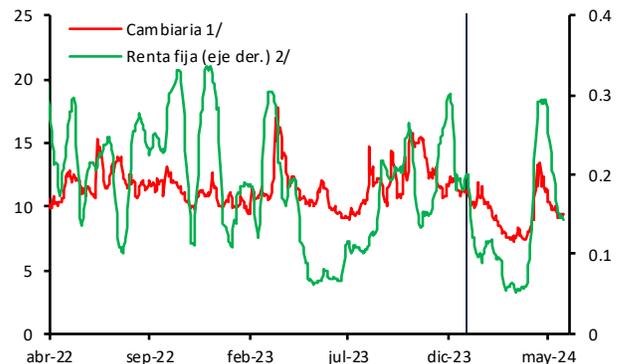
Gráfica 113
Tasas de interés de 10 años de México y Estados Unidos
 Porcentaje



Nota: La línea vertical corresponde al 29 de diciembre de 2023.

Fuente: Proveedor Integral de Precios (PiP) y Departamento del Tesoro de Estados Unidos.

Gráfica 114
Volatilidad en los mercados financieros en México
 Por ciento



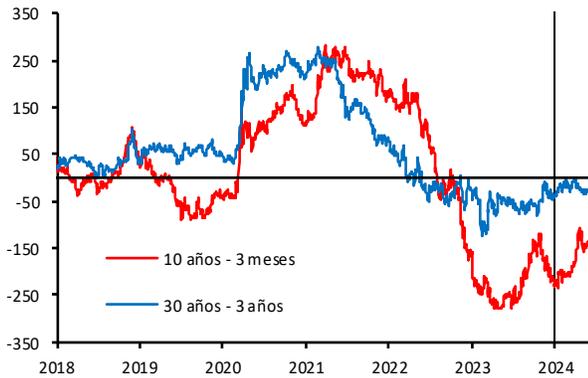
Nota: La línea vertical corresponde al 29 de diciembre de 2023.

1/ Se refiere a la volatilidad implícita de las opciones a un mes del peso mexicano.

2/ Se refiere a la desviación estándar con una ventana móvil de 30 días de las tasas de interés de 10 años en México.

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

Gráfica 115
Pendiente de la curva de rendimientos
 Puntos base



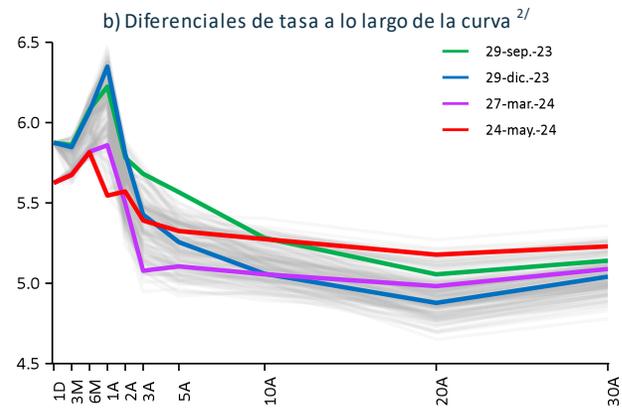
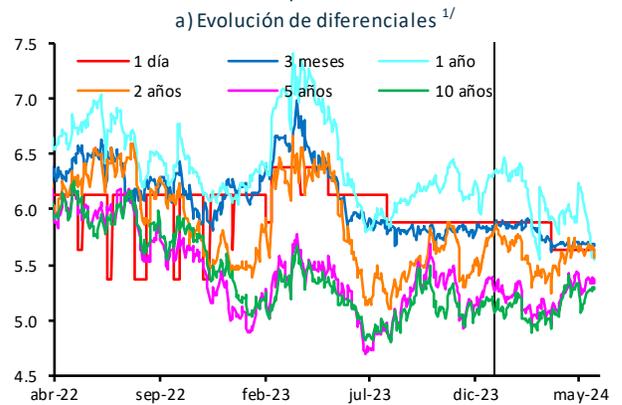
Nota: La línea vertical corresponde al 29 de diciembre de 2023.
 Fuente: Elaborado por el Banco de México con datos de Proveedor Integral de Precios (PIP).

Gráfica 116
Expectativa de la tasa de corto plazo y prima por plazo en México
 Puntos porcentuales



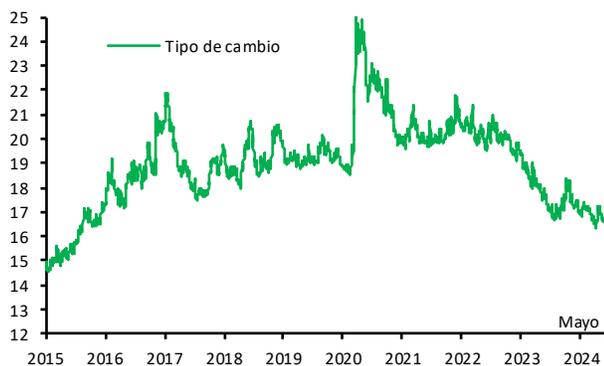
Nota: La línea vertical corresponde al 29 de diciembre de 2023.
 Fuente: Elaborado por el Banco de México con datos de Valmer, Proveedor Integral de Precios y Bloomberg.

Gráfica 117
Diferenciales de tasas de interés entre México y Estados Unidos
 Puntos porcentuales



Nota: La línea vertical corresponde al 29 de diciembre de 2023.
 1/ Para la tasa objetivo de Estados Unidos se considera el promedio del intervalo objetivo establecido por la Reserva Federal.
 2/ Las líneas grises representan las curvas de rendimientos diarias desde el 29 de diciembre de 2023.
 Fuente: Proveedor Integral de Precios (PIP) y Departamento del Tesoro de Estados Unidos.

Gráfica 118
Tipo de cambio nominal histórico^{1/}
 Pesos por dólar



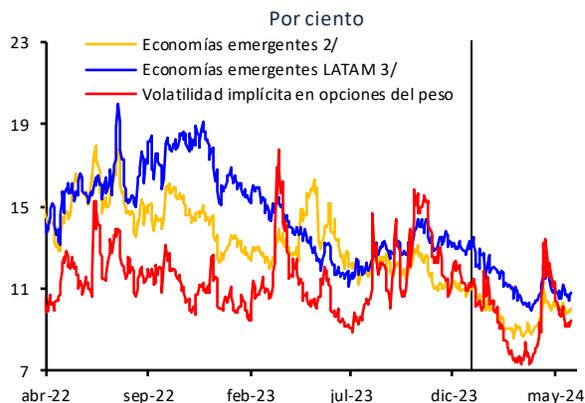
1/ El tipo de cambio es el dato diario del tipo de cambio FIX.

Fuente: Banco de México.

Durante el periodo que abarca este Informe, el peso mexicano exhibió tendencias diferenciadas. Por un lado, entre enero y marzo, en un entorno de baja volatilidad, el peso tendió a apreciarse, registrando a finales de marzo niveles no vistos desde 2015 (Gráfica 118). Posteriormente, en línea con el resto de mercados financieros, la volatilidad cambiaria se incrementó en abril y el peso presentó ajustes al alza (Gráfica 119). De esta manera, en dicho mes el tipo de cambio presentó niveles mayores a lo observado en diciembre de 2023 (Gráfica 120). No obstante, estos incrementos se revirtieron parcialmente en mayo, una vez que la volatilidad en los mercados financieros comenzó a disminuir. Así, el peso continuó mostrando niveles más apreciados a los que registró en promedio el año pasado y siguió destacando como una de las monedas más resilientes de entre las divisas de economías emergentes (Gráfica 121).

En este contexto, las medianas de las expectativas del tipo de cambio para el cierre de 2024 y 2025 provenientes de encuestas se ajustaron ligeramente a la baja durante el periodo que abarca este Informe (Gráfica 122). Por su parte, con cifras a abril de 2024, el tipo de cambio real de México con respecto de sus principales socios comerciales continuó apreciándose y se mantuvo en niveles inferiores a los registrados a principios de 2023 (Gráfica 123).

Gráfica 119
Volatilidad implícita en mercados cambiarios en LATAM, economías emergentes y México^{1/}
 Por ciento



Nota: La línea vertical corresponde al 29 de diciembre de 2023.

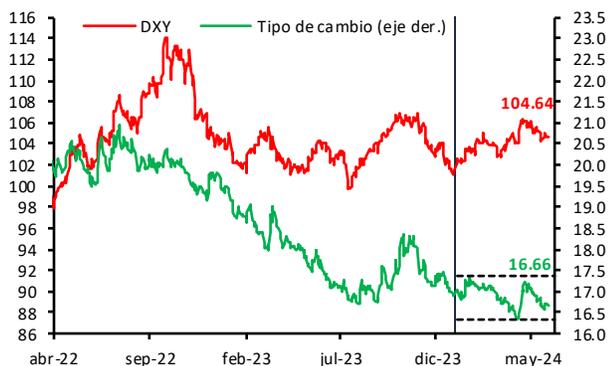
1/ La volatilidad implícita se refiere a opciones a 1 mes.

2/ Se refiere al promedio de opciones de tipo de cambio a 1 mes de Brasil, Chile, Colombia, India, México, Perú, Polonia, Sudáfrica y Turquía.

3/ Se refiere al promedio de opciones de tipo de cambio a 1 mes de Brasil, Chile, Colombia y Perú.

Fuente: Bloomberg.

Gráfica 120
Tipo de cambio nominal y DXY^{1/}
 Pesos por dólar, sin unidades

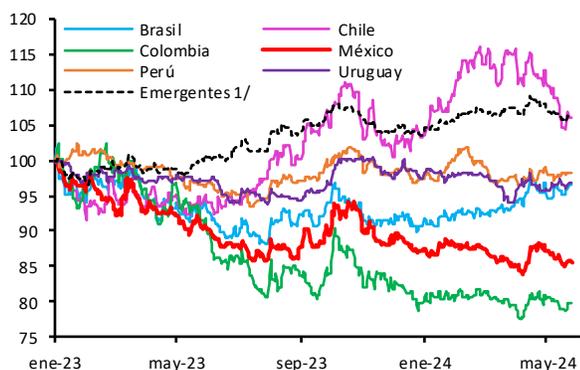


Nota: La línea vertical corresponde al 29 de diciembre de 2023. Las líneas punteadas horizontales corresponden al valor mínimo y máximo del tipo de cambio del 29 de diciembre de 2023 a la fecha. Por su parte, los números en la gráfica corresponden a las últimas observaciones del tipo de cambio y del DXY del día 27 de mayo de 2024.

1/ La serie del tipo de cambio corresponde a los datos diarios del tipo de cambio FIX. Para el caso del DXY, un incremento representa una apreciación del dólar estadounidense.

Fuente: Banco de México y Bloomberg.

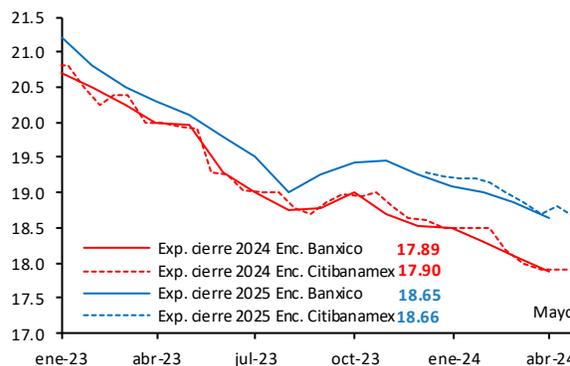
Gráfica 121
Tipo de cambio respecto del dólar
 Índice 02/ene/2023=100



1/ Se refiere al JP Morgan Emerging Market Currency Index (EMCI) Fixing.

Fuente: Bloomberg.

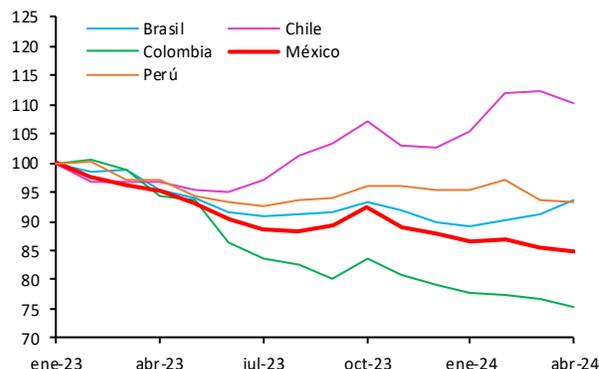
Gráfica 122
Expectativas del tipo de cambio nominal^{1/}
 Pesos por dólar



1/ Los números a la derecha de las leyendas representan las medianas de la Encuesta sobre las expectativas de los especialistas en economía del sector privado al mes de marzo y publicada el 2 de mayo de 2024, y de la encuesta Citibanamex del 22 de mayo de 2024, según corresponda.

Fuente: Banco de México y Citibanamex.

Gráfica 123
Tipo de cambio real multilateral
 Índice enero 2023=100

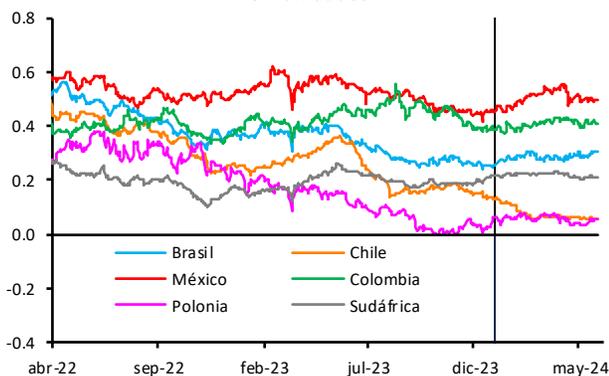


Nota: El índice del tipo de cambio real multilateral se calcula como el promedio ponderado de los tipos de cambio reales bilaterales con cada uno de sus principales socios comerciales. La ponderación utilizada corresponde a la proporción del comercio exterior con cada socio comercial respecto del comercio total de la economía. El tipo de cambio real bilateral se calcula como el producto del tipo de cambio nominal entre dos países por la razón de sus índices de precios. Un aumento en el índice indica una depreciación de la moneda local, mientras que un descenso se refiere a una apreciación de la moneda.

Fuente: BIS.

Al comportamiento resiliente del peso mexicano ha contribuido el diferencial de tasas de interés entre México y Estados Unidos que, ajustado por volatilidad, resulta atractivo para los participantes del mercado (Gráfica 124). Es pertinente señalar que las acciones de política monetaria del Banco de México han respondido a las condiciones inflacionarias sin tener un nivel objetivo para el diferencial de tasas o para el tipo de cambio. Estas acciones se han llevado a cabo en un contexto en el que México ha mantenido fundamentos macroeconómicos sólidos relativo a otras economías emergentes. De hecho, un elemento clave del marco de política macroeconómica del país es el régimen de flexibilidad cambiaria. Este ha funcionado como un mecanismo para amortiguar choques económicos y financieros. Además, ha permitido que el Instituto Central siga una política monetaria independiente, enfocada en la consecución de su mandato de estabilidad de precios. Aunado a lo anterior, el proceso de reconfiguración de las cadenas globales de valor ha generado expectativas favorables para la economía del país.

Gráfica 124
Diferencial de tasas de interés de países emergentes y Estados Unidos a 1 año ajustado por volatilidad
Sin unidades



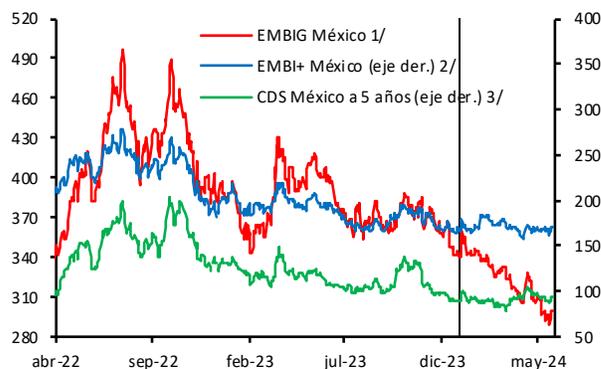
Nota: Los diferenciales se calculan con el diferencial implícito en los forwards cambiarios a 1 año, ajustados por la volatilidad implícita al mismo plazo. La línea vertical corresponde al 29 de diciembre de 2023.

Fuente: Elaborado por el Banco de México con datos de Bloomberg.

Por último, los indicadores que miden el riesgo de crédito soberano en México se mantuvieron relativamente estables durante el periodo que cubre este Informe (Gráfica 125). El indicador más amplio, que incluye bonos denominados en dólares emitidos por entidades gubernamentales (EMBIG), disminuyó ante incrementos en el precio del petróleo y una apreciación de la moneda nacional.

Ante un panorama que se sigue anticipando como complicado, este Instituto Central se mantendrá firme en sus esfuerzos por lograr la convergencia de la inflación a la meta. El Banco Central, a través de sus decisiones de política monetaria y de su comunicación, continuará refrendando ante el público su compromiso con la consecución del objetivo de estabilidad de precios.

Gráfica 125
Riesgo de crédito soberano en México
Puntos base



Nota: La línea vertical corresponde al 29 de diciembre de 2023.

1/ El EMBIG se refiere al Índice de Bonos de Mercados Emergentes Global para México de J.P. Morgan, el cual mide la diferencia entre la tasa de interés que pagan los bonos emitidos por México y la de los Bonos del Tesoro de Estados Unidos. Este indicador considera bonos denominados en dólares emitidos por entidades gubernamentales o entidades donde el gobierno es deudor solidario.

2/ El EMBI+ se refiere al Índice de Bonos de Mercados Emergentes Plus para México de J.P. Morgan, el cual mide la diferencia entre la tasa de interés que pagan los bonos emitidos por México y la de los Bonos del Tesoro de Estados Unidos. Este indicador considera bonos denominados en dólares emitidos únicamente por el gobierno.

3/ Un Credit Default Swap (CDS) es un instrumento financiero que compensa a su tenedor en caso de un incumplimiento de deuda. El tenedor realiza una serie de pagos al vendedor del instrumento y, en caso de incumplimiento, el tenedor recibe la compensación (generalmente el valor nominal del préstamo), la cual queda a cargo del vendedor.

Fuente: Bloomberg.

6. Previsiones y balance de riesgos

6.1. Previsiones para la actividad económica

Crecimiento de la economía nacional: Ante la prolongación de la debilidad de la actividad económica del último trimestre de 2023 hacia principios de 2024, el crecimiento del PIB en el primer trimestre del año fue menor al previsto. Derivado de lo anterior, la previsión puntual para el PIB de 2024 se revisa de 2.8% en el Informe previo a 2.4% en el actual (Gráfica 126a y Cuadro 7). El intervalo para el crecimiento esperado del PIB para el año se ajusta a uno de entre 1.9 y 2.9%, el cual ahora es más estrecho que el del Informe previo dada la mayor información disponible. La estimación puntual de crecimiento del PIB para 2025 se mantiene sin cambio respecto del Informe previo en 1.5%. El intervalo para el crecimiento esperado en ese año permanece entre 0.7 y 2.3%.²⁵

Para 2024, se mantiene la expectativa de que el mayor gasto público en relación con el año previo dé impulso al gasto interno en general en los próximos meses, tomando en cuenta tanto los efectos directos como los de derrama hacia el consumo e inversión privados. Así, se espera que la actividad productiva retome un ritmo de crecimiento más dinámico en el resto del año, si bien el crecimiento de la segunda mitad del año sería más moderado que el del segundo trimestre, de acuerdo con la evolución observada en años electorales previos. Sin embargo, existe una elevada incertidumbre sobre la magnitud de los posibles efectos del gasto público sobre el desempeño de la economía en general. Para 2025, se continúa anticipando una desaceleración respecto del año previo que se explicaría por un menor

impulso del gasto interno. Ello estaría parcialmente compensado por un mayor crecimiento esperado de la producción industrial en Estados Unidos respecto del año anterior, lo que beneficiaría la demanda externa del país.²⁶ Se continúa esperando que a lo largo del horizonte de pronóstico el proceso de relocalización de empresas aporte cierto impulso a la actividad económica nacional, aunque se mantiene incertidumbre respecto de su magnitud y efectos.

En cuanto a la posición cíclica de la economía, se prevé que la estimación puntual de la brecha del producto, luego de tornarse ligeramente más positiva en el segundo trimestre del año ante la recuperación prevista para dicho periodo, vaya reduciéndose para llegar a niveles cercanos a cero hacia finales de 2025 (Gráfica 126b). La estimación de este indicador no observable está sujeta a un elevado grado de incertidumbre.

Cuadro 7
Previsiones de crecimiento del PIB
Por ciento

Año	Puntual	Intervalo
2024	2.4	Entre 1.9 y 2.9
2025	1.5	Entre 0.7 y 2.3

Nota: Previsiones con cifras sin ajuste estacional. Las previsiones puntuales de 2024 y 2025 en el Informe anterior eran de 2.8 y 1.5%, respectivamente. El intervalo reportado en el Informe previo para 2024 fue de entre 2.2 y 3.4% y para 2025 de entre 0.7 y 2.3%. El PIB de México en 2023 registró un crecimiento de 3.2% con cifras sin ajuste estacional.

Fuente: Banco de México.

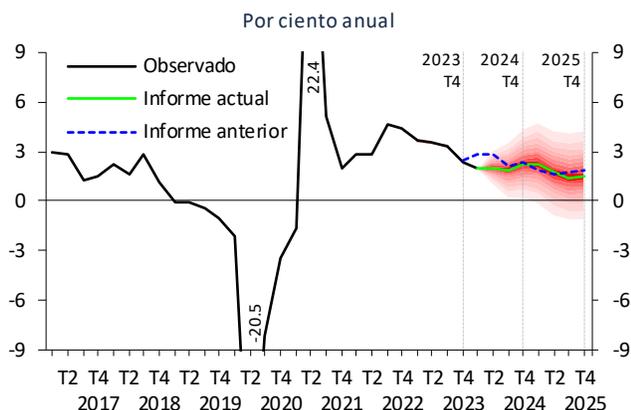
²⁵ Utilizando cifras desestacionalizadas, el pronóstico de crecimiento del PIB para 2024 es de 2.1% y el de 2025 de 1.7%. Las diferencias entre las cifras desestacionalizadas y las originales son mayores a las usuales para estos años en buena medida debido a que 2024 es año bisiesto.

²⁶ Con base en las expectativas de los analistas encuestados por Blue Chip, en el Informe actual las previsiones de crecimiento para la producción industrial en Estados Unidos para 2024 y 2025 se

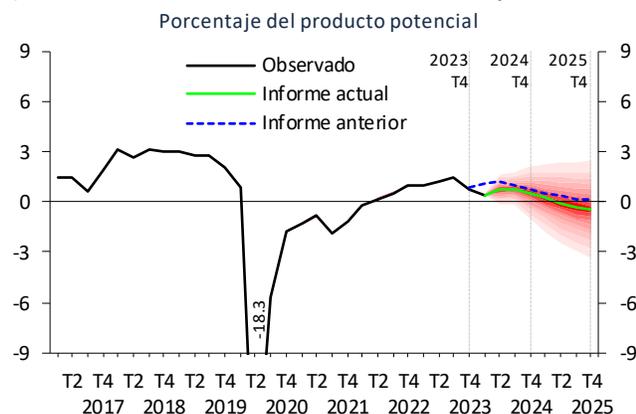
mantuvieron sin cambio en 0.2 y 1.6%, respectivamente. Para el PIB de Estados Unidos se anticipan expansiones en 2024 y 2025 de 2.4 y 1.8%, respectivamente, las cuales se comparan con las del Informe previo de 2.1 y 1.7%, en el mismo orden.

Gráfica 126

a) Gráfica de abanico: crecimiento del producto, a.e.



b) Gráfica de abanico: estimación de la brecha del producto, a.e.



a.e. Cifras desestacionalizadas.

Nota: En el Informe actual el pronóstico inicia en 2024 T2. En el Informe anterior el pronóstico iniciaba en 2024 T1.

Fuente: a) INEGI y Banco de México. b) Banco de México.

Empleo: En el Cuadro 8 se presentan las expectativas para el número de puestos de trabajo afiliados al IMSS.

Cuadro 8
Previsiones de puestos de trabajo afiliados al IMSS
Variación anual en miles

Año	Intervalo Informe actual	Intervalo Informe anterior
2024	Entre 510 y 670	Entre 580 y 760
2025	Entre 510 y 710	Entre 530 y 730

Nota: en 2023, los puestos de trabajo afiliados al IMSS aumentaron en 662 mil plazas laborales.

Fuente: Banco de México.

Cuenta Corriente: En el Cuadro 9 se muestran los pronósticos para la balanza comercial y la cuenta corriente con base en la información más reciente.

Cuadro 9

Previsiones de balanza comercial y cuenta corriente

Año	2024	2025
Saldo de la balanza comercial		
% del PIB	Entre -1.4 y -1.0	Entre -1.5 y -1.0
Miles de millones de dólares	Entre -27.5 y -19.5	Entre -28.5 y -18.5
Saldo de la cuenta corriente		
% del PIB	Entre -1.3 y -0.6	Entre -1.5 y -0.6
Miles de millones de dólares	Entre -24.6 y -12.1	Entre -28.1 y -12.1

Nota: Las cifras para 2024 se comparan con las del Informe anterior de un saldo en la balanza comercial de entre -25.6 y -17.6 miles de millones de dólares (-1.3 y -0.9% del PIB) y un saldo en la cuenta corriente de entre -22.6 y -10.1 miles de millones de dólares (-1.2 y -0.5% del PIB). Las cifras para 2025 se comparan con las del Informe anterior de un saldo en la balanza comercial de entre -27.9 y -17.9 miles de millones de dólares (-1.5 y -1.0% del PIB) y un saldo en la cuenta corriente de entre -27.2 y -11.2 miles de millones de dólares (-1.5 y -0.6% del PIB). En 2023 el saldo de la balanza comercial resultó de -5.5 miles de millones de dólares (-0.3% del PIB) y el saldo de la cuenta corriente de -5.4 miles de millones de dólares (-0.3% del PIB).

Fuente: Banco de México.

Riesgos para el crecimiento: Se considera que los riesgos para el crecimiento de la actividad económica a lo largo del horizonte de pronóstico se mantienen balanceados.

Entre los riesgos a la baja en el horizonte de pronóstico sobresalen:

- i. Que, a pesar del dinamismo que ha mostrado la economía de Estados Unidos, su crecimiento sea menor a lo esperado, en detrimento de la demanda externa de México.
- ii. Que un escalamiento de diversos conflictos geopolíticos en distintas regiones del mundo repercuta adversamente en la economía global o en los flujos de comercio internacional.
- iii. Que se materialicen condiciones financieras más astringentes a lo esperado y/o episodios de volatilidad en los mercados financieros internacionales que afecten los flujos de financiamiento para las economías emergentes.

- iv. Que el gasto público dé un menor impulso sobre la actividad económica que el anticipado.
- v. Que el gasto en inversión en nuestro país sea menor a lo previsto o insuficiente para apoyar el crecimiento de la economía, particularmente en el largo plazo. Ello podría ocurrir, entre otras razones, debido a que los numerosos procesos electorales alrededor del mundo podrían generar una mayor incertidumbre que afecte la inversión global.
- vi. Que fenómenos meteorológicos tales como temperaturas extremas, ciclones o sequías impacten adversamente la actividad económica nacional.

Entre los riesgos al alza para el crecimiento en el horizonte de pronóstico destacan:

- i. Que el crecimiento de la economía estadounidense sea mayor a lo esperado y que ello favorezca la demanda externa del país.
- ii. Que la economía mexicana muestre una resiliencia mayor a la prevista.
- iii. Que el gasto público resulte en un mayor impulso a la actividad económica que el anticipado.
- iv. Que, en el marco del T-MEC, la reconfiguración global en los procesos productivos dé un impulso a la inversión mayor a lo esperado.

6.2. Previsiones para la inflación

Si bien el panorama inflacionario continúa siendo complejo e incierto, se espera que en los próximos trimestres el proceso desinflacionario en México siga avanzando. En este Informe Trimestral se mantienen vigentes los pronósticos para la inflación general y subyacente dados a conocer en el Anuncio de Política Monetaria del 9 de mayo de 2024. Como en el Informe anterior, se anticipa que ambas variables exhiban una trayectoria descendente a lo largo del horizonte de pronóstico. Sin embargo, ahora se prevé un descenso más gradual (Gráficas 127 y 128, y Cuadro 10). En consecuencia, se espera que la inflación general converja a la meta de 3% en el cuarto trimestre de 2025, dos trimestres después de lo previsto en el Informe previo. Por su parte, se

anticipa que la inflación subyacente se ubique en 3% en ese mismo trimestre.

Los choques que han afectado a la inflación han sido atípicos y si bien varios de sus efectos se han ido mitigando, la duración de otros ha resultado difícil de prever. En particular, los choques que afectaron a la inflación de servicios han sido más persistentes que lo anticipado. En consecuencia, en el presente Informe se incorpora una disminución de la inflación de servicios en el horizonte de pronósticos más gradual de lo esperado anteriormente. Este ajuste ocasiona que la trayectoria de inflación subyacente disminuya más paulatinamente que en el Informe precedente. En la parte no subyacente, se realiza una revisión al alza respecto del pronóstico previo. Esta se debe, principalmente, a variaciones mayores a las anticipadas en los precios de los energéticos a lo largo del horizonte de pronóstico y, en menor medida, a mayores variaciones en los precios de los agropecuarios. Los ajustes a los pronósticos de la inflación subyacente y de la no subyacente implican que ahora se prevé una disminución más gradual de la inflación general en el horizonte de pronóstico.

En el Cuadro 10 y en la Gráfica 129 se presentan las tasas de variación anual y de variación trimestral desestacionalizada anualizada del índice general y del subyacente. Debido a que las tasas anuales se ven influidas durante doce meses por los choques de corto plazo que afectaron a la inflación, su reducción es más lenta que la de las variaciones trimestrales ajustadas por estacionalidad. En el horizonte de pronóstico, las variaciones trimestrales ajustadas por estacionalidad del índice general y del subyacente se sitúan en niveles considerablemente inferiores a los observados en 2023. Se espera que dichas variaciones disminuyan en los siguientes trimestres y que se ubiquen en niveles alrededor de 3% desde el segundo trimestre de 2025.

El comportamiento descendente previsto para las trayectorias de la inflación general y subyacente toma en cuenta las acciones de política monetaria del Banco de México, así como la expectativa de que continúe la mitigación de diversas presiones sobre la inflación. Sin embargo, se considera que el balance de riesgos respecto de la trayectoria prevista para la inflación en el horizonte de pronóstico sigue sesgado al alza.

Entre los principales riesgos a los que está sujeta la inflación destacan:

Al alza:

- i. Persistencia de la inflación subyacente ante la magnitud, alcance y duración de los choques que se han enfrentado.
- ii. Episodios de depreciación cambiaria, posiblemente ante eventos de volatilidad en los mercados financieros internacionales.
- iii. Mayores presiones de costos que pudieran traspasarse a los precios al consumidor.
- iv. Que la economía muestre una resiliencia mayor a la esperada que incida en una reducción de la inflación más gradual de lo previsto.

v. Afectaciones climáticas que pudieran impactar los precios de algunos productos.

vi. Una profundización de los conflictos geopolíticos que pudiera generar disrupciones en las cadenas globales de producción.

A la baja:

- i. Una actividad económica mundial, de Estados Unidos o de México, menor a la anticipada que pudiera implicar menores presiones sobre la inflación de nuestro país.
- ii. Que el traspaso de las presiones de costos a los precios esté acotado.
- iii. Que los niveles más bajos del tipo de cambio respecto a inicios de 2023 contribuyan más que lo anticipado a mitigar ciertas presiones sobre la inflación.

Cuadro 10
Pronósticos de la inflación general y subyacente
Variación anual en por ciento de los índices promedio trimestrales

	2023		2024				2025			2026	
	IV	I	II	III	IV	I	II	III	IV	I	
INPC											
Informe actual = comunicado mayo 2024 ^{1/}	4.4	4.6	4.6	4.4	4.0	3.5	3.3	3.2	3.0	3.0	
Informe anterior = comunicado febrero 2024 ^{2/}	4.4	4.7	4.3	3.9	3.5	3.2	3.1	3.1	3.1		
Subyacente											
Informe actual = comunicado mayo 2024 ^{1/}	5.3	4.7	4.3	4.0	3.8	3.5	3.3	3.2	3.0	3.0	
Informe anterior = comunicado febrero 2024 ^{2/}	5.3	4.6	4.1	3.7	3.5	3.2	3.1	3.1	3.1		
Memorándum											
Variación trimestral desestacionalizada anualizada en por ciento^{3/}											
Informe actual = comunicado mayo 2024^{1/}											
INPC	5.1	4.9	3.3	3.5	3.6	3.4	2.7	3.0	3.0	3.3	
Subyacente	4.7	4.3	3.8	3.5	3.5	3.2	3.2	3.2	2.9	3.0	

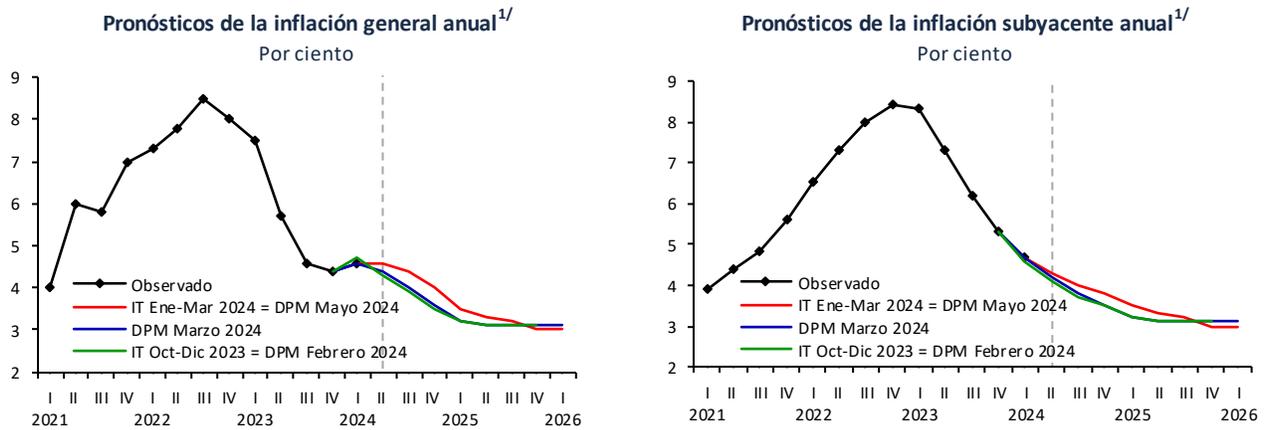
1/ Pronóstico a partir de abril de 2024. Corresponde al pronóstico publicado en el Anuncio de Política Monetaria del 9 de mayo de 2024.

2/ Pronóstico a partir de febrero de 2024. Corresponde al pronóstico publicado en el Anuncio de Política Monetaria del 8 de febrero de 2024.

3/ [Ver Nota Metodológica](#) sobre el proceso de ajuste estacional.

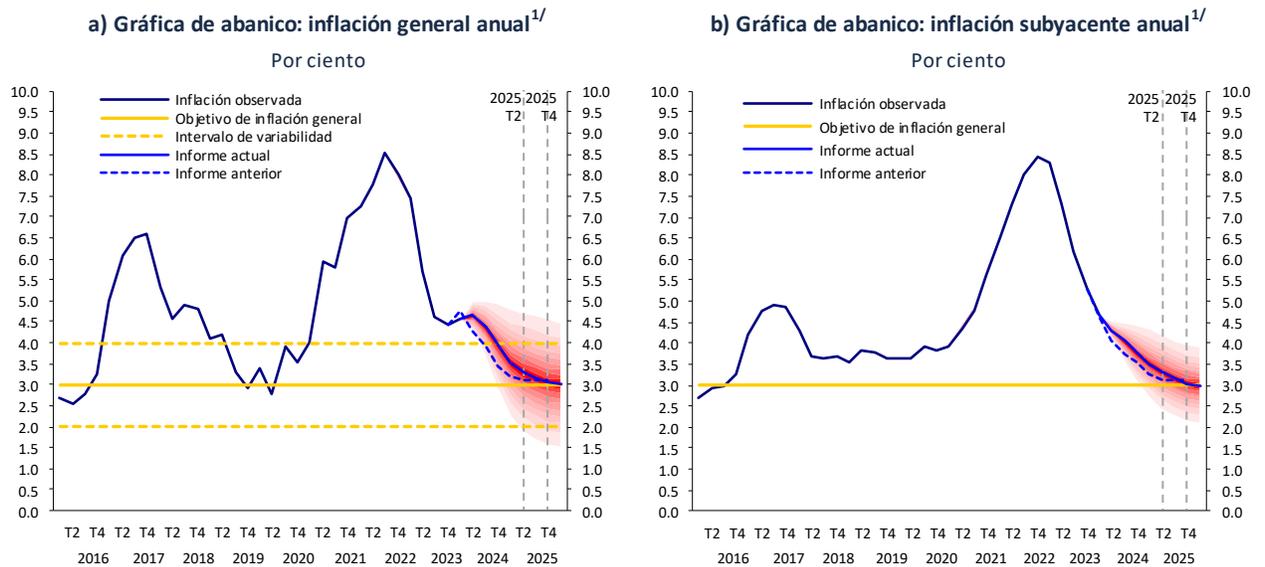
Fuente: INEGI para datos observados de la variación anual y Banco de México para cifras desestacionalizadas y pronósticos.

Gráfica 127



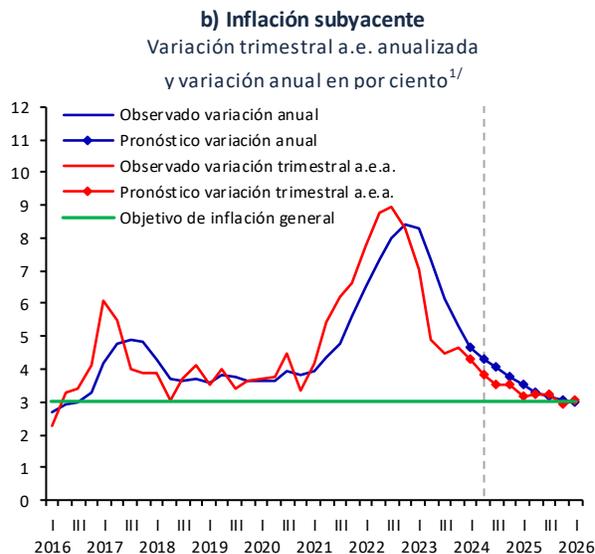
1/ Variación anual en por ciento de los índices promedio trimestrales. Las siglas IT se refieren al Informe Trimestral y las siglas DPM a la Decisión Política Monetaria. La línea vertical corresponde al segundo trimestre de 2024.
Fuente: Banco de México e INEGI.

Gráfica 128



1/ Variación anual en por ciento de los índices promedio trimestrales. Se señalan con líneas verticales punteadas los próximos cuatro y seis trimestres a partir del segundo trimestre de 2024, es decir, el segundo trimestre de 2025 y el cuarto trimestre de 2025, respectivamente, para indicar los lapsos en los que los canales de transmisión de la política monetaria operan a cabalidad.
Fuente: Banco de México e INEGI.

Gráfica 129



a. e./Cifras ajustadas por estacionalidad.
 a. e. a./Cifras ajustadas por estacionalidad anualizadas.
 1/ Calculadas a partir de los índices promedio trimestrales.
 La línea vertical corresponde al segundo trimestre de 2024.
 Fuente: Banco de México e INEGI.

México continúa enfrentando un entorno global complejo en el que las tensiones comerciales y los conflictos geopolíticos prevaletes representan riesgos a la baja para el crecimiento y al alza para la inflación. Además, la incertidumbre respecto de las posturas monetarias en países avanzados podría inducir periodos de volatilidad en los mercados financieros internacionales. Lo anterior pone de manifiesto la importancia de trabajar de manera permanente en mantener un sólido marco macroeconómico en el país que permita hacer frente a los choques que pudieran presentarse. Así, es fundamental preservar la disciplina fiscal, un sistema financiero sano, un sector bancario bien capitalizado, cuentas externas sostenibles, un tipo de cambio flexible y una política monetaria enfocada en mantener el poder adquisitivo de la moneda. En ese sentido, la Junta de Gobierno del Banco de México continuará determinando su postura monetaria con el firme compromiso de promover un ajuste ordenado de precios relativos, de los mercados financieros y de la economía en su conjunto que conduzca a la inflación a su meta de 3% y preserve el anclaje de las expectativas de inflación.

Aunque se espera que la economía mexicana retome un mayor ritmo de crecimiento en los próximos trimestres, apoyada principalmente en el gasto interno, es necesario reforzar las bases para impulsar un mayor crecimiento de la economía de manera sostenible. El fortalecimiento del marco macroeconómico es condición necesaria pero no suficiente para un crecimiento económico sostenido. Además, se deben seguir adoptando medidas que permitan que la asignación de recursos y los incentivos que enfrentan los hogares y las empresas impulsen actividades de mayor creación de valor agregado. Ello contribuiría a un ambiente conducente a incrementar la inversión y la productividad del país. Lo anterior cobra particular relevancia en el entorno actual para aprovechar en mayor medida las oportunidades de inversión que surjan ante fenómenos en marcha como el de la reconfiguración de las cadenas globales de valor. Todo ello permitiría lograr un mayor desarrollo económico sostenido de México, lo que permitiría incrementar el bienestar de toda la población.

Anexo 1. Publicaciones del Banco de México en el trimestre Enero – Marzo 2024

En la versión electrónica de este Informe, se puede acceder a la publicación listada dando clic en el título del documento.

1. Publicaciones

1.1. Informes trimestrales

28/02/2024	Informe trimestral, octubre-diciembre 2023
28/02/2024	Recuadro 1. Efecto de los choques a los precios del petróleo sobre los índices de precios al consumidor de Estados Unidos y la zona del euro
28/02/2024	Recuadro 2. Indicador de población no-ocupada con posibilidad de ocuparse
28/02/2024	Recuadro 3. Evolución reciente del financiamiento bancario al sector privado en distintas economías
28/02/2024	Recuadro 4. Respuesta de los mercados financieros en México ante los anuncios de política monetaria en Estados Unidos

1.2. Reportes

14/03/2024	Reporte sobre las economías regionales, octubre-diciembre 2023
14/03/2024	Recuadro 1. Participación de las empresas mexicanas en el proceso de relocalización de la producción
14/03/2024	Recuadro 2. Concentración de mercado en la venta minorista de abarrotes y alimentos en las regiones de México
14/03/2024	Recuadro 3. Un análisis de las brechas salariales de género en las regiones de México
14/03/2024	Recuadro 4. El impacto de los ciclones tropicales en los precios de los alimentos

2. Documentos de investigación del Banco de México

No hay Documentos de investigación que reportar en el periodo.

3. Comunicados

3.1. Política monetaria

3.1.1. Anuncios de las decisiones de política monetaria

08/02/2024	El objetivo para la Tasa de Interés Interbancaria a 1 día (tasa objetivo) se mantiene sin cambio en 11.25 por ciento
21/03/2024	El objetivo para la Tasa de Interés Interbancaria a 1 día (tasa objetivo) disminuye en 25 puntos base

3.1.2. Minutas de las decisiones de política monetaria

22/02/2024	Minuta de la 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
------------	---

3.1.3. Transcripción de las decisiones de política monetaria

12/02/2024	Transcripción de los posicionamientos de los miembros de la Junta de Gobierno del Banco de México, con motivo de la decisión de política monetaria anunciada el 11 de febrero de 2021
------------	---

25/03/2024	Transcripción de los posicionamientos de los miembros de la Junta de Gobierno del Banco de México, con motivo de la decisión de política monetaria anunciada el 25 de marzo de 2021
------------	---

3.1.4. Programas de Política Monetaria

31/01/2024	Programa de política monetaria para 2024
------------	--

3.2. Banco de México

3.2.1. Estado de cuenta semanal

03/01/2024	Estado de cuenta del Banco de México de la semana al 29 de diciembre y del mes de diciembre de 2023
09/01/2024	Estado de cuenta del Banco de México de la semana al 5 de enero de 2024
16/01/2024	Estado de cuenta del Banco de México de la semana al 12 de enero de 2024
23/01/2024	Estado de cuenta del Banco de México de la semana al 19 de enero de 2024
30/01/2024	Estado de cuenta del Banco de México de la semana al 26 de enero de 2024
07/02/2024	Estado de cuenta del Banco de México de la semana al 2 de febrero y del mes de enero de 2024
13/02/2024	Estado de cuenta del Banco de México de la semana al 9 de febrero de 2024
20/02/2024	Estado de cuenta del Banco de México de la semana al 16 de febrero de 2024
27/02/2024	Estado de cuenta del Banco de México de la semana al 23 de febrero de 2024
05/03/2024	Estado de cuenta del Banco de México de la semana al 1 de marzo y del mes de febrero de 2024
12/03/2024	Estado de cuenta del Banco de México de la semana al 8 de marzo de 2024
20/03/2024	Estado de cuenta del Banco de México de la semana al 15 de marzo de 2024
26/03/2024	Estado de cuenta del Banco de México de la semana al 22 de marzo de 2024

3.2.2. Información semanal del Estado de Cuenta Consolidado

03/01/2024	Información semanal al 29 de diciembre de 2023
09/01/2024	Información semanal al 5 de enero de 2024
16/01/2024	Información semanal al 12 de enero de 2024
23/01/2024	Información semanal al 19 de enero de 2024
30/01/2024	Información semanal al 26 de enero de 2024
07/02/2024	Información semanal al 2 de febrero de 2024
13/02/2024	Información semanal al 9 de febrero de 2024
20/02/2024	Información semanal al 16 de febrero de 2024
27/02/2024	Información semanal al 23 de febrero de 2024
05/03/2024	Información semanal al 1 de marzo de 2024
12/03/2024	Información semanal al 8 de marzo de 2024
20/03/2024	Información semanal al 15 de marzo de 2024
26/03/2024	Información semanal al 22 de marzo de 2024

3.3. Sector financiero

3.3.1. Agregados monetarios y actividad financiera

31/01/2024	Agregados monetarios y actividad financiera en diciembre 2023
29/02/2024	Agregados monetarios y actividad financiera en enero 2024
27/03/2024	Agregados monetarios y actividad financiera en febrero 2024

3.4. Sector externo

3.4.1. Balanza de pagos

23/02/2024	La balanza de pagos anual 2023
------------	--------------------------------

3.4.2. Información oportuna de comercio exterior

26/01/2024	Diciembre de 2023
27/02/2024	Enero de 2024
27/03/2023	Febrero de 2024

3.4.3. Información revisada de comercio exterior

10/01/2024	Noviembre de 2023
09/02/2024	Diciembre de 2023
11/03/2024	Enero de 2024

3.4.4. Remesas con el exterior

02/01/2024	Remesas con el exterior, noviembre 2023
01/02/2024	Remesas con el exterior, diciembre 2023
01/03/2024	Remesas con el exterior, enero 2024

3.4.5. Posición de Inversión Internacional

22/03/2024	La Posición de Inversión Internacional anual 2023
------------	---

4. Resultados de encuestas

4.1. Evolución trimestral del financiamiento a las empresas

22/02/2024	Evolución trimestral del financiamiento a las empresas durante el trimestre octubre-diciembre de 2023
------------	---

4.2. Encuestas nacionales sobre la confianza del consumidor

08/01/2024	Indicador de confianza del consumidor: diciembre 2023
07/02/2024	Indicador de confianza del consumidor: enero 2024
06/03/2024	Indicador de confianza del consumidor: febrero 2024

4.3. Encuestas sobre las expectativas de los especialistas en economía del sector privado

01/02/2024	Encuesta sobre las expectativas de los especialistas en economía del sector privado: enero 2024
01/03/2024	Encuesta sobre las expectativas de los especialistas en economía del sector privado: febrero 2024

4.4. Encuestas sobre condiciones generales y estándares en el mercado de crédito bancario (EnBan)

09/02/2024	Encuesta sobre condiciones generales y estándares en el mercado de crédito bancario durante el trimestre octubre-diciembre de 2023
------------	--

4.5. Indicadores de opinión empresarial

03/01/2024	Indicador de pedidos manufactureros: diciembre 2023
------------	---

01/02/2024	Indicador de pedidos manufactureros: enero 2024
------------	---

01/03/2024	Indicador de pedidos manufactureros: febrero 2024
------------	---

5. Misceláneos

5.1. Misceláneos

03/01/2024	Victoria Rodríguez Ceja, Gobernadora del Banco de México, es nombrada banquera central del año 2024 para América
------------	--

05/03/2024	Excepciones a las restricciones para el uso de la TIIE de 28 días como subyacente en swaps que se celebren durante 2025
------------	---

06/03/2024	Consulta pública sobre el proyecto de disposiciones para modificar la Circular 9/2023 en materia de Operaciones de Caja, sobre la actualización de los factores que se utilizan para calcular las comisiones que pagan los usuarios por el servicio de corresponsalía de caja
------------	---

25/03/2024	El Consejo de Estabilidad del Sistema Financiero actualiza su balance de riesgos
------------	--

6. Circulares emitidas por el Banco de México

12/02/2024	Circular 1/2024. Facilidad permanente de liquidez
------------	---

15/02/2024	Circular 2/2024. Modifica la Circular 2/2011
------------	--

04/03/2024	Circular 3/2024. Modifica la Circular 9/2023
------------	--

04/03/2024	Circular 4/2024. Modifica la Circular 9/2023
------------	--



BANCO DE MÉXICO®

29 de mayo de 2024

www.banxico.org.mx