



BANCO DE MÉXICO

Compilación de Informes Trimestrales Correspondientes al Año 2015

PRESENTACIÓN

El presente documento es una compilación de los cuatro Informes Trimestrales correspondientes a 2015, que fueron publicados en términos del artículo 51 de la Ley del Banco de México y conforme al calendario que divulgó con anticipación el propio Instituto Central.

Dichos informes trimestrales abordan tanto el desempeño de la inflación como la evolución de la actividad económica y el comportamiento de otros indicadores económicos de México en el respectivo periodo. Asimismo, se expone la ejecución de la política monetaria durante el año de referencia y otras actividades del Banco durante cada periodo.

En adición a lo anterior, en este documento se incluye un apéndice estadístico con información anual relevante de la economía mexicana y un anexo que expone la relación de México con ciertos organismos y foros internacionales.

Confiamos que esta compilación facilite al público la consulta de la información relativa a dicho año, al reunirlos en un solo documento.

ADVERTENCIA

Las cifras son de carácter preliminar y están sujetas a revisiones. Aun cuando los datos presentados son congruentes a nivel de cada apartado, al compararse cifras tomadas de distintas secciones podrían surgir discrepancias. Tales diferencias obedecen a que las cifras correspondientes han sido estimadas con base en fuentes y metodologías distintas.

CONTENIDO

Capítulo I: Informe Trimestral Enero - Marzo 2015.....	1
Capítulo II: Informe Trimestral Abril - Junio 2015.....	69
Capítulo III: Informe Trimestral Julio - Septiembre 2015	135
Capítulo IV: Informe Trimestral Octubre - Diciembre 2015.....	197
Anexo	
Relación de México con el Fondo Monetario Internacional, el Banco de Pagos Internacionales, el Grupo de los Veinte y otros Foros	272
Apéndice Estadístico.....	279
Balance General.....	342

Capítulo I: Informe Trimestral Enero - Marzo 2015..... 1

CONTENIDO

1. Introducción.....	1
2. Evolución Reciente de la Inflación.....	4
2.1. La Inflación en el Primer Trimestre de 2015.....	4
2.2. Índice Nacional de Precios al Productor.....	13
3. Entorno Económico y Financiero Prevaliente en el Primer Trimestre de 2015.....	15
3.1. Condiciones Externas.....	15
3.1.1. Actividad Económica Mundial.....	15
3.1.2. Precios de las Materias Primas.....	18
3.1.3. Tendencias de la Inflación en el Exterior.....	19
3.1.4. Política Monetaria y Mercados Financieros Internacionales.....	21
3.2. Evolución de la Economía Mexicana.....	24
3.2.1. Actividad Económica.....	24
3.2.2. Mercado Laboral.....	31
3.2.3. Ahorro Financiero y Financiamiento en el País.....	34
4. Política Monetaria y Determinantes de la Inflación.....	47
5. Previsiones para la Inflación y Balance de Riesgos.....	58
Anexo 1: Gráficas Complementarias de la Evolución Reciente de la Inflación.....	63

RECUADROS

1. Sincronización de la Economía Mexicana con la Estadounidense.....	8
2. Evolución Reciente de las Tasas de Interés de Largo Plazo en Economías de Mercados Emergentes.....	35

Capítulo I: Informe Trimestral Enero - Marzo 2015

1. Introducción

La política monetaria implementada por el Banco de México se ha enfocado a procurar la estabilidad del poder adquisitivo de la moneda nacional y ha sido conducente a alcanzar un entorno de inflación baja y estable en México. La inflación se ubicó prácticamente en la meta de 3 por ciento durante el periodo que cubre este Informe.

Este logro se ha dado a pesar de que en los meses recientes la política monetaria ha enfrentado una coyuntura complicada, en la cual se ha tenido que sopesar adecuadamente tanto los factores internos como los externos que podrían afectar a la inflación. Por un lado, en cuanto a los factores internos, la inflación en México ha convergido a su meta permanente de 3 por ciento, se espera que continúe alrededor de la misma y las expectativas de inflación se encuentran bien ancladas. Adicionalmente, no se prevén presiones sobre ésta provenientes de la demanda agregada, toda vez que prevalecen condiciones de holgura en la economía dado que la actividad económica ha mostrado un ritmo de crecimiento más débil de lo anticipado. Por otro lado, la moneda nacional ha registrado una depreciación en respuesta a factores externos. La caída en el precio del petróleo sugiere que una parte importante del referido ajuste cambiario responde a factores reales. Además, la perspectiva de normalización de la política monetaria en Estados Unidos y la incertidumbre asociada con este proceso se vieron reflejadas en los mercados financieros internacionales, dando lugar a una elevada volatilidad y a depreciaciones generalizadas de la gran mayoría de las monedas respecto al dólar estadounidense. Hasta ahora la inflación no se ha visto afectada por el ajuste cambiario más allá de lo que el Instituto Central tenía previsto, dado que son ya varios los años en que se ha observado que el traspaso de las variaciones en el tipo de cambio sobre los precios en México ha sido bajo y que no han habido efectos de segundo orden. Sin embargo, el riesgo para la inflación que la depreciación significa no puede ser ignorado. Teniendo todos estos elementos en consideración, en el periodo que abarca este Informe, la Junta de Gobierno mantuvo en 3 por ciento el objetivo para la Tasa de Interés Interbancaria a un día en virtud de que estimó que la postura monetaria fue conducente a afianzar la convergencia de la inflación a la meta permanente.

La inflación general anual presentó una importante reducción a principios de 2015. A esta disminución contribuyó la política monetaria adoptada, la cual anticipó correctamente el desvanecimiento de los efectos sobre precios de las modificaciones fiscales del año previo y otros choques, al tiempo que se mantuvo vigilante de que no se vieran afectadas las expectativas de inflación. También contribuyeron, tanto directa como indirectamente, las bajas en los precios de los servicios de telecomunicaciones y de algunos energéticos. Es importante destacar que este comportamiento tuvo lugar aun considerando la depreciación que ha experimentado la moneda nacional desde mediados de 2014, cuyos efectos se han concentrado en los precios de algunas mercancías durables y, en general, no ha afectado la dinámica de formación de precios en la economía, permaneciendo las expectativas de inflación bien ancladas.

En el primer trimestre de 2015, prevaleció cierta debilidad en el desempeño de la actividad económica de México. En efecto, la demanda externa registró una pérdida de dinamismo, principalmente como respuesta a la desaceleración de la actividad en Estados Unidos, al tiempo que la demanda interna presentó una ligera mejoría. En este entorno, persistieron condiciones de holgura en la economía, por lo que no se percibieron presiones sobre los precios en los principales mercados de insumos, ni sobre las cuentas externas.

La actividad económica mundial continuó mostrando debilidad en los primeros meses del año en curso, mientras que la inflación a nivel global tuvo una tendencia a la baja, entre otros factores, como consecuencia de los bajos precios del petróleo. Así, diversos bancos centrales, tanto de economías emergentes como avanzadas, adoptaron políticas monetarias más acomodaticias. En este contexto, la incertidumbre sobre el inicio y el subsecuente ritmo de normalización de la política monetaria en Estados Unidos en combinación con una política monetaria muy laxa en otras economías avanzadas, que condujo a una apreciación generalizada del dólar, el comportamiento de los precios de las mercancías básicas, particularmente del petróleo, y la situación económica en Grecia, condujeron a que los mercados financieros internacionales continuaran exhibiendo una elevada volatilidad en el periodo que cubre este Informe.

La referida volatilidad afectó el comportamiento de los mercados financieros nacionales. En específico, durante el primer trimestre de 2015, el tipo de cambio registró una depreciación en un entorno de elevada volatilidad, aun cuando el funcionamiento del mercado cambiario fue ordenado y bajo niveles de operación y liquidez adecuados. Si bien a partir de abril se observó una ligera mejoría en las condiciones en los mercados financieros, no puede descartarse que en el futuro se presente un nuevo incremento en la volatilidad en los mercados internacionales y que ello tenga efectos adicionales sobre la cotización de la moneda nacional. Ante esta posibilidad, resalta la importancia de continuar fortaleciendo el marco macroeconómico en nuestro país. En particular, se requiere consolidar el proceso de ajuste al gasto público anunciado por el Gobierno Federal, que se establezca la razón de deuda pública sobre PIB y que lo antes posible comience a reducirse dicha razón, de manera que las finanzas públicas no se conviertan en una fuente de vulnerabilidad y que faciliten el ajuste a condiciones más astringentes en los mercados financieros internacionales.

Por otro lado, las revisiones a la baja en las previsiones sobre la plataforma de producción petrolera y el menor dinamismo de la demanda externa en el primer trimestre del año, junto con el hecho de que la recuperación del gasto interno continuó siendo débil, conducen a que el intervalo de pronóstico de crecimiento para el PIB de México en 2015 se revise de uno de entre 2.5 y 3.5 por ciento a uno de entre 2.0 y 3.0 por ciento. De manera similar, para 2016, el pronóstico se revisa de un intervalo de 2.9 a 3.9 por ciento a uno de 2.5 a 3.5 por ciento.

La previsión para la inflación se mantiene sin cambios respecto a la dada a conocer en el Informe anterior. Además de que desde enero la inflación general anual se ha ubicado prácticamente en 3 por ciento, se espera que la postura monetaria continúe contribuyendo a que la inflación se mantenga cerca de dicho nivel en los próximos meses y que en la segunda mitad del año se sitúe ligeramente por debajo del mismo. En lo que respecta a la inflación subyacente, se anticipa se mantenga

por debajo de 3 por ciento durante todo 2015. Para 2016, se prevé que tanto la inflación general como la subyacente se sitúen en niveles cercanos a 3 por ciento.

Hacia adelante, la Junta de Gobierno se mantendrá atenta a la evolución de todos los determinantes de la inflación y sus expectativas para horizontes de mediano y largo plazo, pero particularmente a la postura monetaria relativa entre México y Estados Unidos, así como al desempeño de la tendencia del tipo de cambio. También le dará seguimiento a la evolución del grado de holgura en la economía. Todo esto con el fin de estar en posibilidad de tomar las medidas necesarias para asegurar la convergencia de la inflación al objetivo de 3 por ciento en 2015 y consolidarla.

2. Evolución Reciente de la Inflación

2.1. La Inflación en el Primer Trimestre de 2015

Tal como lo anticipó el Banco de México, la inflación general anual registró una disminución importante a principios de 2015 para alcanzar el objetivo de 3 por ciento en el primer trimestre. Esta disminución fue posibilitada por la conducción de la política monetaria, misma que anticipó el desvanecimiento de los efectos sobre precios de las modificaciones fiscales que entraron en vigor en 2014 y permaneció atenta a que las expectativas de inflación no se vieran afectadas para evitar efectos de segundo orden que influyeran sobre el proceso de formación de precios de la economía. Adicionalmente, las bajas en los precios de los servicios de las telecomunicaciones y de energéticos resultantes de las reformas estructurales también contribuyeron, tanto directa como indirectamente, a la reducción reciente de la inflación. Así, a pesar de la depreciación de la moneda nacional, en el primer trimestre de 2015 la inflación general anual se ubicó muy cerca de la meta establecida por el Banco de México, registrando un nivel promedio de 3.07 por ciento, comparado con 4.18 por ciento en el último trimestre de 2014. Posteriormente, en abril la inflación general anual fue 3.06 por ciento. Por su parte, la inflación subyacente registró un promedio de 2.39 por ciento en el primer trimestre de 2015, mientras que en el precedente se situó en 3.30 por ciento. Durante abril este indicador presentó disminuciones adicionales al ubicarse en 2.31 por ciento. Así, en los primeros meses de 2015, tanto la inflación general anual como la subyacente se ubicaron en niveles menores a los que prevalecían a finales de 2013, previo a los cambios tributarios señalados (Cuadro 1 y Gráfica 1). Derivado de este proceso de convergencia, en los últimos años se ha observado que, ante la presencia de cambios abruptos en ciertos precios relativos, las expectativas de inflación se han visto afectadas cada vez en menor medida.¹

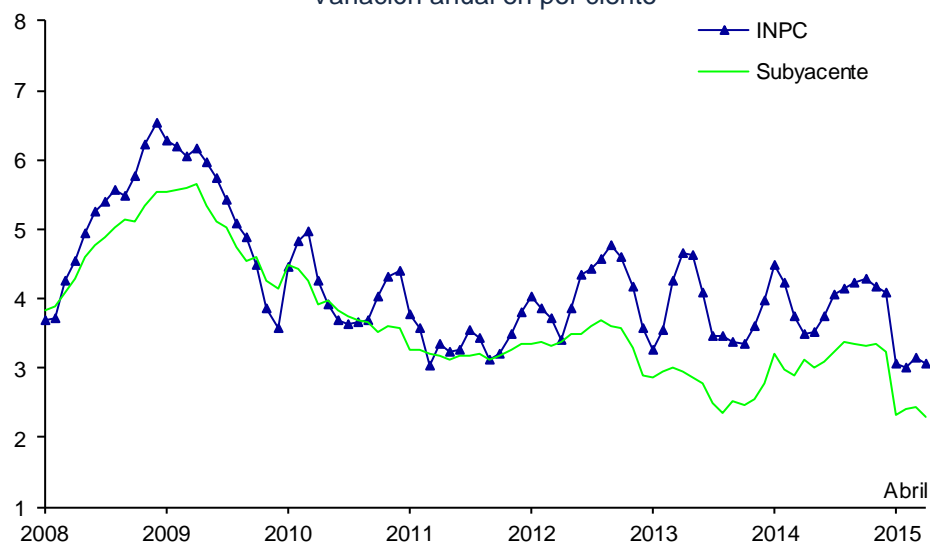
¹ Véase Recuadro 1 “Cambios en Precios Relativos y Convergencia de la Inflación al Objetivo de 3 Por Ciento”, Informe sobre la Inflación Abril – Junio 2013. También véase Recuadro 3 “Anclaje de las Expectativas de Inflación de Mediano y Largo Plazo ante Choques de Oferta Adversos”, Informe sobre la Inflación Enero - Marzo 2013.

Cuadro 1
Índice Nacional de Precios al Consumidor, Principales Componentes e Indicadores de Media Truncada
 Variación anual en por ciento

	2013		2014				2015	
	III	IV	I	II	III	IV	I	Abril
INPC	3.44	3.65	4.16	3.59	4.15	4.18	3.07	3.06
Subyacente	2.46	2.61	3.03	3.07	3.32	3.30	2.39	2.31
Mercancías	2.58	2.09	2.91	3.10	3.46	3.57	2.56	2.65
Alimentos, Bebidas y Tabaco	3.44	2.92	4.65	4.81	5.32	5.35	3.15	2.89
Mercancías No Alimenticias	1.90	1.43	1.51	1.72	1.96	2.13	2.07	2.45
Servicios	2.36	3.04	3.14	3.04	3.21	3.08	2.26	2.03
Vivienda	2.23	2.19	2.24	2.20	2.11	2.14	2.10	2.12
Educación (Colegiaturas)	4.46	4.42	4.36	4.42	4.29	4.30	4.36	4.40
Otros Servicios	1.87	3.52	3.73	3.54	4.06	3.72	1.80	1.23
No Subyacente	6.60	7.02	7.79	5.29	6.89	6.99	5.17	5.46
Agropecuarios	3.90	4.62	4.33	0.94	6.53	8.04	8.39	9.86
Frutas y Verduras	-2.14	8.77	4.54	-6.86	1.48	-0.73	-1.39	4.74
Pecuarios	7.53	2.13	4.12	5.49	9.33	13.43	14.15	12.64
Energéticos y Tarifas Aut. por Gobierno	8.32	8.57	9.99	8.09	7.11	6.35	3.30	2.89
Energéticos	8.43	8.69	9.87	8.92	7.92	7.12	3.82	3.12
Tarifas Autorizadas por Gobierno	7.75	8.27	10.23	6.64	5.71	4.93	2.32	2.48
Indicador de Media Truncada ^{1/}								
INPC	3.41	3.17	3.67	3.64	3.72	3.78	3.07	2.92
Subyacente	2.76	2.60	2.92	3.05	3.13	3.18	2.81	2.78

1/ Elaboración propia con información del INEGI.
 Fuente: Banco de México e INEGI.

Gráfica 1
Índice Nacional de Precios al Consumidor
 Variación anual en por ciento

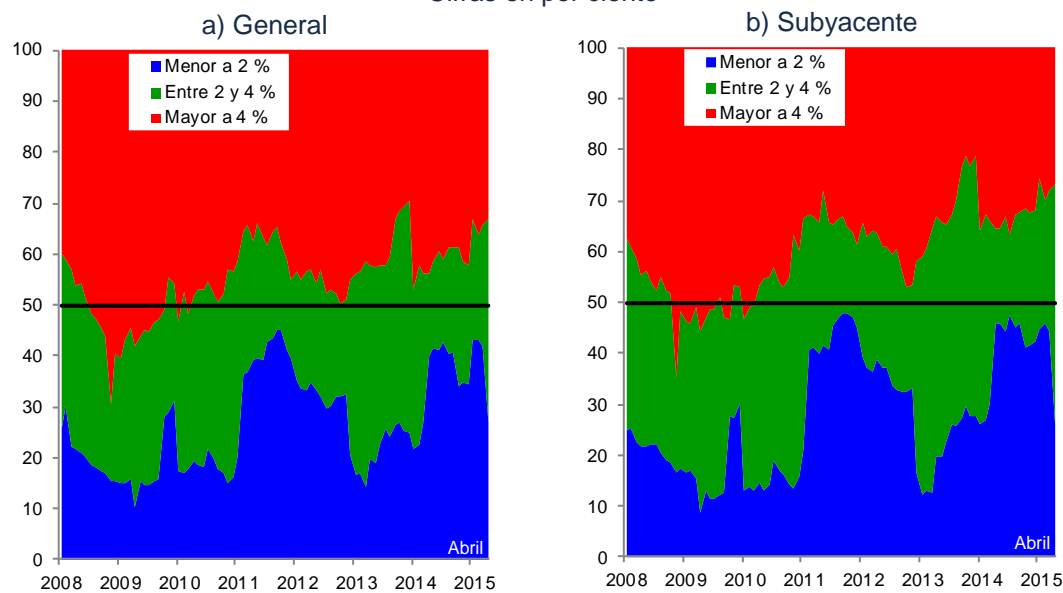


Fuente: Banco de México e INEGI.

Con el fin de ilustrar que la disminución que se observó en la inflación general y subyacente en el trimestre de referencia ha sido un fenómeno generalizado y refleja la continuación del proceso de convergencia de la inflación a su meta permanente de 3 por ciento, a continuación se analiza la evolución de algunos indicadores que ofrecen información complementaria al respecto. En particular, se muestra la proporción de la canasta del Índice Nacional de Precios al Consumidor (INPC) que presenta variaciones anuales dentro de ciertos intervalos, el Indicador de Media Truncada y la evolución de la inflación mensual (ajustada por estacionalidad) anualizada.

El primero de estos indicadores es la proporción de la canasta del INPC que presenta variaciones anuales dentro de ciertos intervalos. Este indicador se construye, tanto para el índice general como para el subyacente, agrupando en cada mes los genéricos de cada índice de precios en tres categorías de acuerdo a la tasa de crecimiento anual de su precio. Las tres categorías: genéricos con variación anual en su precio menor a 2 por ciento, entre 2 y 4 por ciento, y mayor a 4 por ciento. Posteriormente, se calcula el porcentaje de la canasta del índice de precios que se ubica en cada una de estas categorías. De esta manera, se encuentra que un elevado porcentaje de la canasta del INPC ha presentado incrementos en su precio menores a 4 por ciento (áreas azul y verde, Gráfica 2a). Mientras que en el primer trimestre de 2014 en promedio el 45 por ciento de la referida canasta presentaba incrementos de precio mayores a 4 por ciento, durante el primer trimestre de 2015 solamente el 35 por ciento registró variaciones anuales superiores a dicho nivel (área roja, Gráfica 2a). Este resultado se encuentra también en la evolución de la inflación subyacente, en la cual la fracción de tal canasta cuyos precios han presentado variaciones anuales mayores a 4 por ciento también ha venido disminuyendo gradualmente y en la actualidad es menor a 30 por ciento (Gráfica 2b).

Gráfica 2
Porcentaje de la Canasta del INPC según Intervalos de Incremento Anual
 Cifras en por ciento



Fuente: Banco de México e INEGI.

La reducción en la tasa de crecimiento de la inflación general y subyacente se ha visto reflejada también en la dinámica que muestran indicadores de tendencia de mediano plazo de las mismas. Estos indicadores suelen verse afectados en menor medida por los cambios en precios relativos, por lo que son una buena guía sobre la consolidación de la tendencia de la inflación en niveles bajos. En particular, una de estas medidas de tendencia es el Indicador de Media Truncada que se obtiene si se excluyen del cálculo de la inflación general aquellos genéricos cuyos precios han presentado variaciones extremas (tanto las mayores como las menores). De esta forma, al eliminar la contribución de dichas variaciones, se evita que los cambios en los precios relativos de unos cuantos bienes o servicios, que sólo

suelen tener efectos transitorios sobre la inflación, afecten el indicador de tendencia de la misma. Por consiguiente, la evolución de este indicador obedece, en lo principal, a cambios en precios de naturaleza generalizada (ver Recuadro 1). En efecto, los Indicadores de Media Truncada para la inflación general y subyacente muestran que la menor inflación observada en los últimos meses ha sido producto de una reducción generalizada en el ritmo de crecimiento de los precios. De esta forma, el Indicador de Media Truncada para la inflación general se ha mantenido alrededor de 3 por ciento en los primeros meses de 2015, mientras que el correspondiente a la inflación subyacente se ha ubicado cerca de 2.80 por ciento (Gráfica 3 y Cuadro 1). Así, estos indicadores sugieren que el hecho de que la inflación se ubique prácticamente en 3 por ciento en la actualidad no obedece a la evolución de unos cuantos precios, sino a la de la gran mayoría de los bienes y servicios en la economía.

Para complementar el análisis de los indicadores de tendencia de la inflación con información que permita identificar de manera oportuna cambios en la dinámica de la inflación, se analiza la evolución de la inflación mensual (ajustada por estacionalidad) anualizada. Este indicador, al partir de la variación mensual del índice de precios, no se ve afectado por los efectos aritméticos de la base de comparación que contiene el indicador de inflación anual y, por consiguiente, ofrece información sobre la dinámica de la inflación en el margen. Por ejemplo, a principios de 2014 los indicadores referidos, tanto para la inflación general como para la subyacente, que ya están ajustados por cualquier efecto estacional, exhibieron un incremento notable por los cambios en precios relativos asociados a las modificaciones fiscales que entraron en vigor ese año. Sin embargo, en los meses posteriores regresaron a niveles similares a los que tenían antes del referido cambio en precios relativos y posteriormente exhibieron una tendencia lateral, sugiriendo que después del ajuste de precios al inicio del año no se presentaron efectos de segundo orden que afectaran el proceso de determinación de precios en la economía. Inclusive, durante la segunda parte de 2014 y en lo que va de 2015 se ha observado una tendencia a la baja en estos dos indicadores hasta niveles alrededor de 3 por ciento (Gráfica 4).

Recuadro 1 La Media Truncada como Medida de Tendencia de la Inflación

1. Introducción

En este Recuadro se describe el concepto de la media truncada de la inflación, el cual es uno de los indicadores recurrentemente utilizados por los bancos centrales para analizar la trayectoria de dicha variable en el mediano plazo. Este indicador centra la atención de la dinámica de la inflación en los elementos que afectan su evolución en la baja frecuencia, sin el velo que generalmente impone la alta volatilidad de algunos componentes específicos de la canasta de los índices de precios, por lo que permite tener una lectura más acertada del proceso inflacionario. En particular, a través de estas medidas se pretende diferenciar lo que Blinder (1997) describe como “la señal” del proceso inflacionario con respecto del “ruido” del mismo. Es decir, distinguir entre el componente que perdurará en la trayectoria de la inflación y el que es puramente temporal. Derivado de lo anterior, este indicador es útil en el proceso de toma de decisiones de las autoridades monetarias dado el horizonte en el que la política monetaria afecta a la inflación.

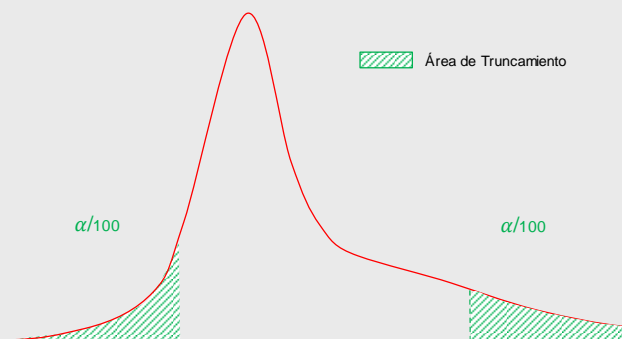
2. El Indicador de la Media Truncada

El Indicador de la Media Truncada, comúnmente conocido por el estudio de Bryan y Cecchetti (1994), es una forma de aproximar la tendencia de mediano plazo de la inflación de una canasta de bienes y servicios. Dicho indicador consiste en remover las variaciones extremas que se presentan en cada periodo en los precios de los bienes y servicios considerados. De esta forma, y a diferencia de medidas de exclusión fija, tal como la inflación subyacente que en el caso de México excluye en cada periodo los subíndices de precios Agropecuarios y de Energéticos y Tarifas Autorizadas por Gobierno, el conjunto de elementos que se excluye del Indicador de la Media Truncada va cambiando en cada periodo.

Este indicador aproxima la tendencia de mediano plazo de la inflación porque la distribución de las variaciones de los precios de los productos de la canasta del índice de precios presenta de manera natural cierto sesgo. Ello debido a las variaciones extremas, ya sea al alza o a la baja, que se observan en algunos de los precios de los bienes y servicios que conforman la referida canasta, los cuales suelen ser resultado de choques de oferta a sectores específicos de la economía (por ejemplo, lluvias excesivas en alguna región del país). Así, al eliminar o *truncar* los valores extremos de la distribución referida se obtiene una distribución cuya media es más representativa del componente persistente de la inflación de aquella que se obtiene sin haber previamente truncado las colas (Gráfica 1). En otras palabras, la

media de la distribución truncada es menos sensible a los cambios extremos de los precios relativos de algunos bienes o servicios, los cuales suelen tener únicamente efectos temporales sobre la inflación.

Gráfica 1
Densidad Simulada de Variaciones en Precios con Sesgo



Fuente: Elaboración propia.

Una de las principales ventajas de este indicador es que elimina la restricción de que un producto debe ser excluido sólo por pertenecer a un grupo que históricamente ha mostrado una alta volatilidad en sus precios. Así, sólo si la variación mensual de éste se ubica en los extremos de la distribución en un determinado punto en el tiempo, dicho elemento es excluido.

3. Metodología del Cálculo de la Media Truncada

La estimación de este indicador se realiza mediante el siguiente algoritmo:

1. *Cálculo y orden de la variación mensual de los precios:* se calcula el cambio porcentual (π_t^i) del índice de precios de cada uno de los N genéricos de la canasta en el periodo t (I_t^i) con respecto al periodo $t - 1$, ajustados por estacionalidad, y se ordenan de menor a mayor.
2. *Acumulación de los ponderadores:* con el orden ya establecido en las variaciones mensuales y ajustadas por estacionalidad de la inflación ($\pi_t^1 < \dots < \pi_t^i < \dots < \pi_t^N$) se acumulan sus respectivos ponderadores p_t^i , los cuales representan la participación de cada genérico en la canasta del índice de precios. Así, al componente $i - \text{ésimo}$ se le asignará un peso acumulado de $\sum_{j=1}^i p_t^j$.
3. *Truncamiento de genéricos:* para truncar los genéricos que presentaron variaciones extremas de precio, se debe determinar el porcentaje α de la canasta que se está dispuesto a excluir de cada cola de la distribución (Gráfica 1). De esta forma, mediante

la suma acumulada de los p_i^i se excluye a los genéricos que se encuentren antes de que dicha suma sobrepase α por ciento y a los que se ubiquen después de que acumule $1 - \alpha$ por ciento. Así, se obtiene un conjunto C de los componentes que representan aproximadamente el $1 - 2\alpha$ por ciento de la canasta y que se encuentran en el centro de la distribución.¹

4. **Cálculo de los ponderadores asociados a las variaciones mensuales de los genéricos:** a partir de los ponderadores p_i que se utilizan para la agregación del índice de precios, se construyen los ponderadores (ω_t^i) de las variaciones π_t^i .² En particular, dado que el índice de precios es el promedio ponderado de los índices de sus genéricos, se tiene que:

$$I_t = \sum_{i=1}^N p_i I_t^i$$

Así, la inflación puede expresarse como:

$$1 + \pi_t = \frac{I_t}{I_{t-1}} = \frac{\sum_{i=1}^N p_i I_t^i}{I_{t-1}}$$

por lo que reagrupando términos se obtiene:

$$1 + \pi_t = \sum_{i=1}^N \omega_t^i (1 + \pi_t^i)$$

donde:

$$\omega_t^i \equiv \frac{p_i I_{t-1}^i}{I_{t-1}}$$

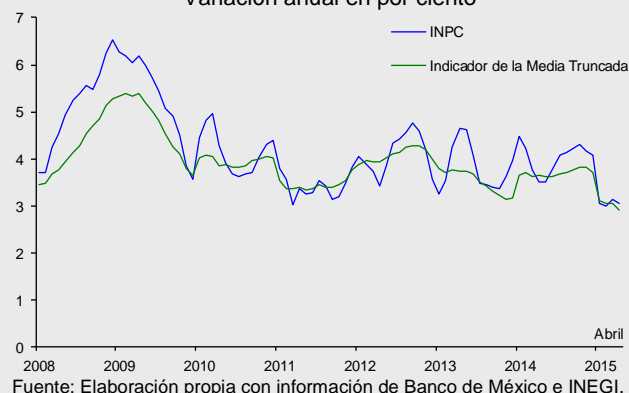
5. **Cálculo del Indicador de la Media Truncada:** con los componentes contenidos en C y sus respectivos ponderadores ω_t^i se estima el promedio ponderado de las variaciones, el cual representará la media truncada (π_t^T) en el periodo t :

$$\pi_t^T = \frac{\sum_{i \in C} \omega_t^i \pi_t^i}{\sum_{i \in C} \omega_t^i}$$

6. **Cálculo de la variación anual del Indicador de la Media Truncada:** el procedimiento anterior se repite para cada punto en el tiempo y se calcula un índice a partir de los Indicadores de Media Truncada de la inflación mensual (π_t^T). Finalmente con base en este índice se calcula la variación anual referida.

Para ilustrar el uso de este indicador, en la Gráfica 2 se presenta la evolución de la inflación general junto con el Indicador de la Media Truncada al 10 por ciento de cada cola de la distribución. Se observa que el referido indicador ha presentado en varios periodos recientes niveles cercanos a 3 por ciento. Esto indica que en buena medida las realizaciones de la inflación general por encima de ese nivel se han debido en parte a cambios en precios relativos que han afectado a la inflación únicamente de manera transitoria. Ello es muestra de la convergencia del proceso inflacionario en México al objetivo permanente de inflación.

Gráfica 2
INPC e Indicador de la Media Truncada
Variación anual en por ciento



4. Consideraciones Finales

En este Recuadro, se presentó el Indicador de la Media Truncada, el cual suele ser una buena aproximación de la tendencia de mediano plazo de la inflación. Dada la importancia del análisis de la dinámica inflacionaria para los bancos centrales en el horizonte en el que las acciones de política monetaria tienen efectos, este tipo de estadísticos representan una herramienta útil para estudiar el comportamiento de ésta, diferenciando así los efectos transitorios de aquéllos que puedan tener un impacto persistente sobre la inflación.

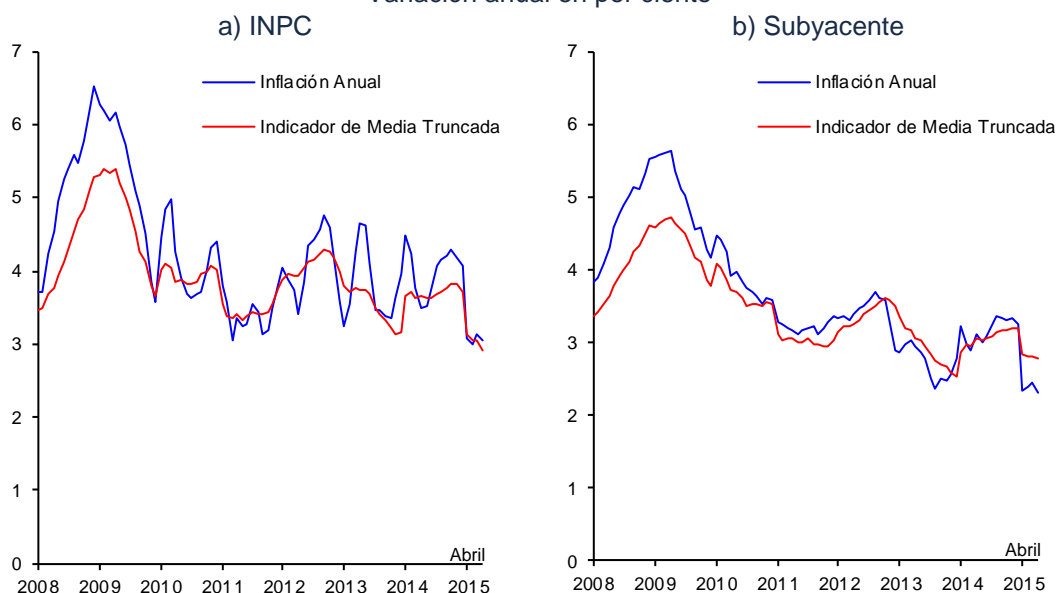
Referencias

- Blinder, A., (1997). "Commentary", Federal Reserve Bank of St. Louis Review, No.79, pp.157-160.
- Bryan, M. y S. Cecchetti, (1994). "Measuring core inflation", en N. Gregory Mankiw, ed., Monetary Policy, University of Chicago Press.
- Bryan, M., S. Cecchetti y R. Wiggins II, (1997). "Efficient Inflation Estimation", NBER Working Paper No. w6183.

¹ En este Informe Trimestral se presenta una media truncada en la que se trunca el 10 por ciento de cada cola de la distribución.

² Para una interpretación de estos ponderadores, véase Bryan, M., S. Cecchetti y R. Wiggins II (1997).

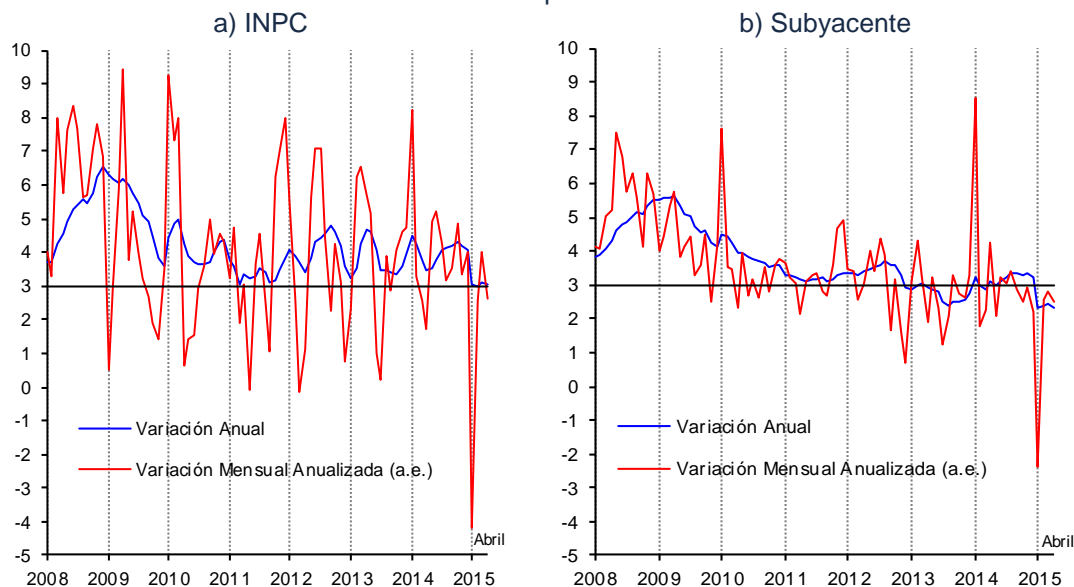
Gráfica 3
Índices de Precios e Indicadores de Media Truncada ^{1/}
 Variación anual en por ciento



^{1/} El Indicador de la 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 por ciento de la canasta del índice de precios, respectivamente; y iii) con los genéricos restantes, que por construcción se ubican en el centro de la distribución, se calcula el Indicador de Media Truncada.

Fuente: Elaboración propia con información de Banco de México e INEGI.

Gráfica 4
Variación Anual y Variación Mensual Desestacionalizada Anualizada
 Cifras en por ciento



a. e./ Cifras ajustadas estacionalmente.

Fuente: Desestacionalización propia con información de Banco de México e INEGI.

El análisis de los indicadores referidos muestra que la dinámica de la inflación en los últimos años ha sido convergente a la meta de 3 por ciento y que obedece a una evolución favorable de los precios de la gran mayoría de los bienes y servicios en un contexto en el que prevalecieron condiciones de holgura de la economía.

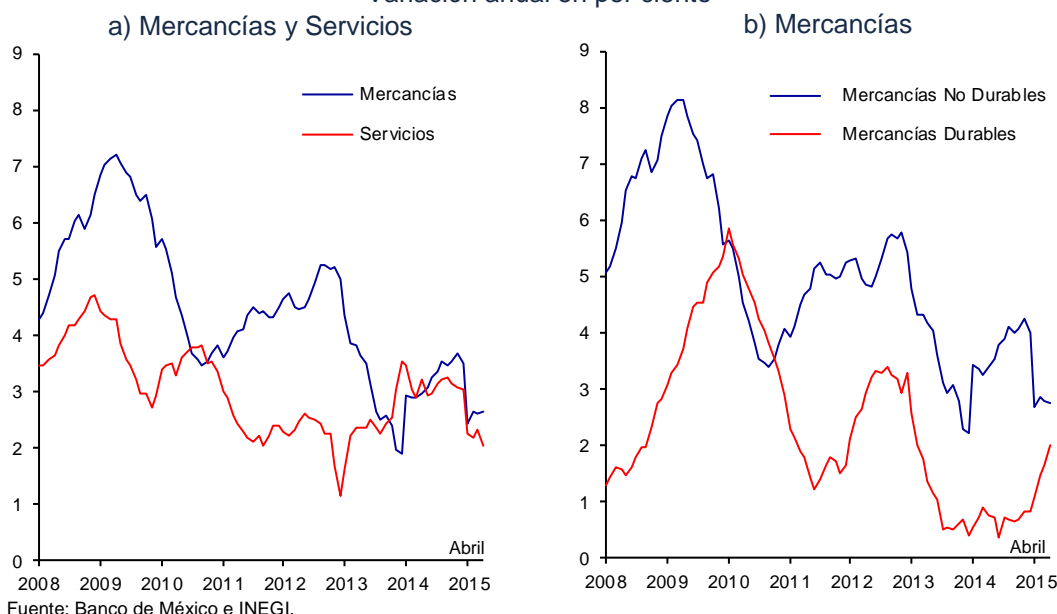
Las variaciones anuales de los componentes de la inflación subyacente, mercancías y servicios, registraron disminuciones durante el periodo que cubre este Informe.² A saber:

- El subíndice de precios de las mercancías redujo su tasa de variación anual promedio de 3.57 a 2.56 por ciento entre el último trimestre de 2014 y el primer trimestre de 2015. Posteriormente, en abril registró una tasa de variación anual de 2.65 por ciento (Gráfica 5a). A pesar de la depreciación que experimentó la moneda nacional, el traspaso cambiario a precios se ha manifestado principalmente en aquéllos de las mercancías durables, en línea con lo previsto, y no ha dado lugar a efectos de segundo orden en el proceso de formación de precios en la economía (Gráfica 5b).
- Por su parte, la variación anual promedio del subíndice de precios de los servicios se redujo entre el cuarto trimestre de 2014 y el primer trimestre del presente año de 3.08 a 2.26 por ciento, y se ubicó en 2.03 por ciento en abril (Gráfica 5a). Al respecto, conviene señalar que en este comportamiento han influido las bajas de precio que se han observado en el sector de las telecomunicaciones, así como las condiciones de holgura en la economía que han dado lugar a que los incrementos en los precios de la mayoría de los servicios fueran menores que el año previo.

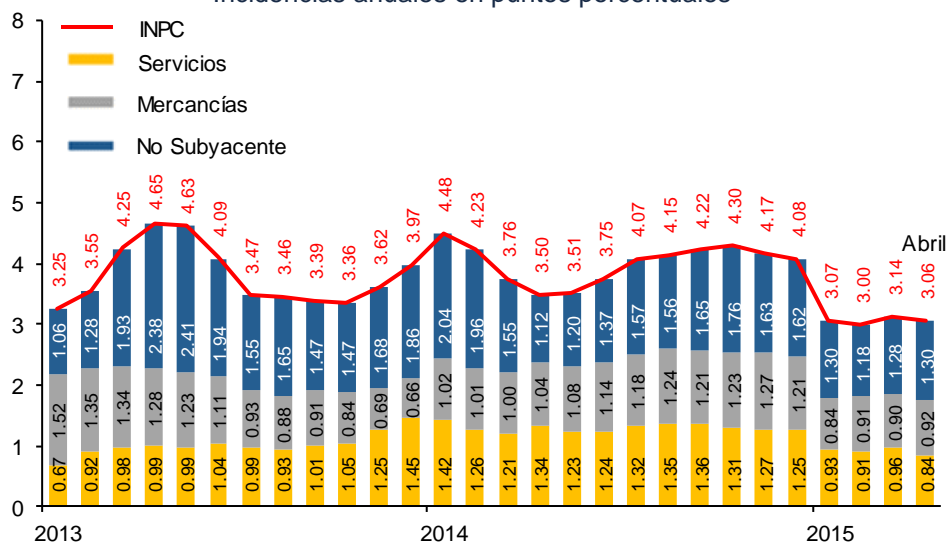
Otro indicador que permite contextualizar la evolución de los diferentes subíndices de precios se obtiene de calcular la incidencia que cada subíndice tiene en la inflación general anual. Así, se observa que las contribuciones de los subíndices subyacentes de mercancías y de servicios, después de haber aumentado en 2014 debido a los cambios en precios relativos derivados de las modificaciones fiscales, han regresado a niveles similares o incluso menores que los que tenían en 2013 (Gráfica 6).

² En el Anexo 1 se presentan gráficas con una mayor desagregación de los subíndices de precios al interior del INPC similares a las mostradas en informes anteriores.

Gráfica 5
Índice de Precios Subyacente
Variación anual en por ciento



Gráfica 6
Índice Nacional de Precios al Consumidor
Incidencias anuales en puntos porcentuales ^{1/}



^{1/} En ciertos casos la suma de los componentes respectivos puede tener alguna discrepancia por efectos de redondeo.
Fuente: Elaboración propia con información del INEGI.

Por su parte, la contribución de la inflación no subyacente a la inflación general también ha disminuido en los últimos meses (Gráfica 6). En efecto, este indicador pasó de una variación anual promedio de 6.99 a 5.17 por ciento entre el cuarto trimestre de 2014 y el primero de 2015, situándose en 5.46 por ciento en abril (Cuadro 1). Al respecto, destaca la menor contribución sobre la inflación general que han ejercido los precios de los energéticos, los cuales registraron menores

tasas de variación anual promedio, pasando de 7.12 por ciento en el último trimestre de 2014 a 3.82 por ciento en el primero de 2015. En este sentido destaca:

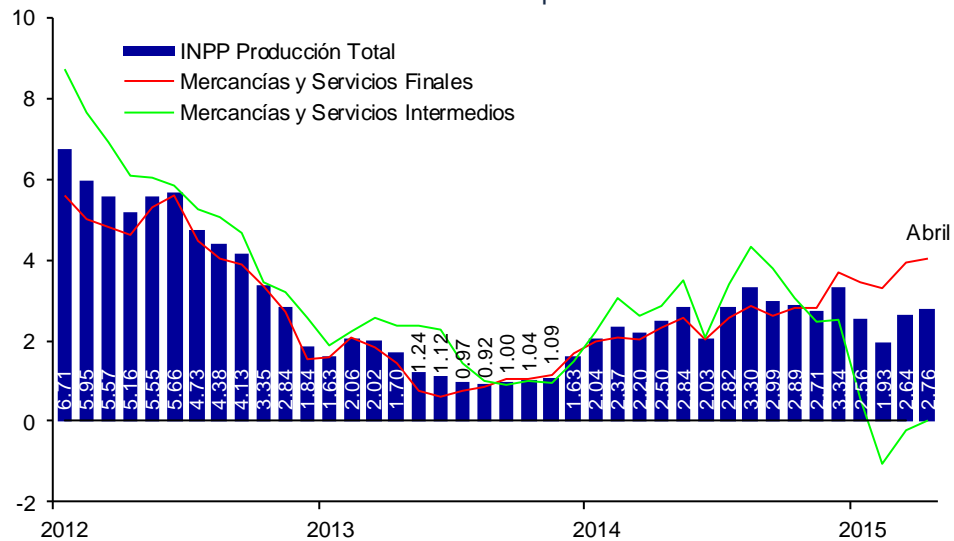
- La reducción en las tasas de variación anual promedio de las tarifas de electricidad residenciales, a raíz de la disminución de 2 por ciento que tuvieron las tarifas ordinarias en enero de 2015 y de la reducción que han presentado las tarifas de alto consumo, como resultado de la dinámica observada en los precios de los combustibles utilizados para su generación, en particular los del combustóleo y del gas natural. Así, las tasas de variación anual promedio de las tarifas de electricidad residenciales, pasaron de 4.08 a 0.07 por ciento entre el último trimestre del año pasado y el primer trimestre de este año. Cabe señalar que las disminuciones en los precios de la energía, además de afectar favorablemente a la inflación de manera directa, también lo han hecho de manera indirecta a través de menores costos para las empresas. Así, en el primer trimestre de 2015, la tasa de variación anual promedio de las tarifas de electricidad de uso industrial fue de -8.68 por ciento, mientras que en el trimestre previo se ubicó en 2.67 por ciento. En la referida reducción destacó la caída en las tarifas de alta tensión, las cuales en el trimestre de referencia presentaron una disminución anual promedio de 11.56 por ciento.
- El precio promedio de la gasolina exhibió una disminución como resultado de las reducciones en las cotizaciones de este combustible en las ciudades de la frontera norte, así como por los menores incrementos en relación al año previo en las ciudades no fronterizas, toda vez que este precio ha permanecido fijo desde el 1 de enero de 2015. De esta forma, el precio de la gasolina tuvo una disminución en su tasa de crecimiento anual promedio de 8.18 a 5.23 por ciento entre el cuarto trimestre de 2014 y el primer trimestre de 2015.
- La variación anual promedio del gas doméstico natural se redujo, derivado de la disminución en la cotización de este energético a nivel internacional, pasando de una variación anual promedio de 3.80 a -12.65 por ciento entre el último trimestre del año previo y el primer trimestre de este año. En el mismo periodo, la variación anual promedio del precio del gas doméstico LP disminuyó de 9.00 a 8.13 por ciento, toda vez que el precio de este energético registró un único aumento de 1.92 por ciento en enero de 2015.

2.2. Índice Nacional de Precios al Productor

En lo que corresponde al Índice Nacional de Precios al Productor (INPP) de producción total, excluyendo petróleo, en marzo de 2015 registró un crecimiento anual de 2.64 por ciento, en tanto que en diciembre de 2014 fue 3.34 por ciento (Gráfica 7). Este comportamiento se explica fundamentalmente por reducciones en los precios de algunos bienes y servicios de consumo intermedio, destacando las tarifas eléctricas industriales, gas natural, derivados de petróleo, industria química y servicios de telefonía. Dichas reducciones han compensado los incrementos en los precios de las mercancías y servicios finales de este índice, los cuales han

presentado incrementos a raíz de la evolución de las cotizaciones en pesos de ciertos bienes de exportación, tales como equipo de transporte y de cómputo. Posteriormente, en abril el INPP total, excluyendo petróleo, registró una tasa de variación anual de 2.76 por ciento.

Gráfica 7
Índice Nacional de Precios al Productor
 Variación anual en por ciento



Fuente: Banco de México e INEGI.

3. Entorno Económico y Financiero Prevaliente en el Primer Trimestre de 2015

3.1. Condiciones Externas

Durante el periodo que cubre este Informe, la actividad económica continuó mostrando debilidad en prácticamente todas las regiones del mundo, así como bajos niveles de inflación. En este contexto, diversos bancos centrales, tanto de economías emergentes, como avanzadas, adoptaron políticas monetarias más acomodaticias. A pesar del apoyo de la disminución en los precios del petróleo a la economía mundial, persisten diferencias en las perspectivas económicas entre países. En Estados Unidos, la expectativa de que la economía reanude su ritmo de recuperación sugiere que en algún momento de este año podría iniciar el proceso de normalización de la política monetaria. Por el contrario, en la zona del euro y Japón, entre otras economías, se espera que las posturas monetarias laxas continúen por un periodo prolongado, ante la debilidad que aún muestra su actividad. En este entorno, la volatilidad en los mercados financieros internacionales se mantuvo elevada sobre todo ante la incertidumbre sobre el inicio y el subsecuente ritmo de normalización de la política monetaria en Estados Unidos.

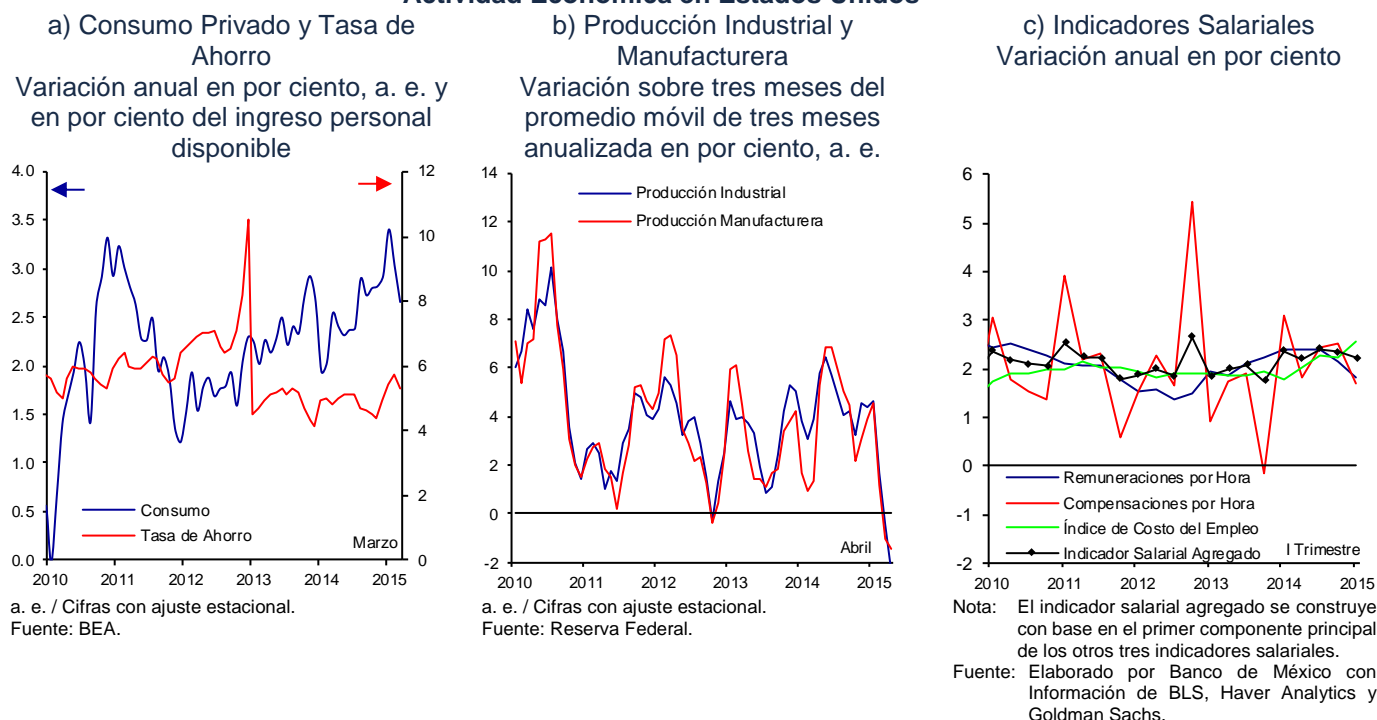
3.1.1. Actividad Económica Mundial

Durante el primer trimestre de 2015, el crecimiento de Estados Unidos se desaceleró más de lo anticipado por los analistas económicos, de una tasa trimestral anualizada de 2.2 por ciento en el trimestre previo a una de apenas 0.2 por ciento, debido en parte a factores transitorios, como condiciones climatológicas adversas y las disputas laborales en puertos de la costa oeste de ese país. Por otro lado, la apreciación del dólar y la caída en la actividad minera también tuvieron un impacto negativo sobre la actividad económica. Estos factores se reflejaron en una debilidad mayor a la esperada de los principales componentes de la demanda agregada y de la producción manufacturera. En particular, el consumo privado se desaceleró significativamente, a pesar de que la mejoría del mercado laboral y la reducción en los precios de la energía aumentaron el ingreso personal disponible durante el trimestre (Gráfica 8a). La contracción de las exportaciones netas también restó dinamismo al crecimiento de la actividad en este periodo, en parte como resultado de la apreciación del dólar. Adicionalmente, los bajos precios del petróleo contribuyeron a una moderación en la expansión del gasto en equipo y a una severa contracción de la inversión en estructuras, particularmente la relacionada con exploración y perforación de petróleo y gas, mientras que la recuperación de la inversión residencial se debilitó.

En el periodo que se reporta, la producción industrial se contrajo a una tasa trimestral anualizada de 0.7 por ciento (Gráfica 8b), después de un sólido crecimiento de 4.6 por ciento observado en el último trimestre de 2014. A esto contribuyó la caída de 1.0 por ciento en la producción manufacturera y de 4.5 por ciento en la minería, afectada por la reducción en la actividad del sector petrolero. En abril, la producción industrial siguió contrayéndose ante la continua debilidad manufacturera, una caída adicional de la minería y una disminución en los servicios asociada a los cambios en las condiciones climáticas.

En congruencia con la evolución de la actividad económica, el crecimiento del empleo se moderó con respecto al cierre de 2014. En particular, en el primer trimestre del año se generaron en promedio 184 mil plazas no agrícolas al mes, cifra inferior a las 324 mil registradas en promedio durante el último trimestre del año pasado. En abril, el número de plazas se recuperó ligeramente a 223 mil. En el caso de la tasa de desempleo, ésta descendió ligeramente de 5.6 por ciento en diciembre a 5.4 por ciento en abril. No obstante, algunos indicadores, como el número de empleos de tiempo parcial y la tasa de participación laboral, todavía sugieren cierta holgura en el mercado de trabajo, lo que se ha reflejado en un aumento aún moderado de la tasa de crecimiento de los indicadores salariales (Gráfica 8c).

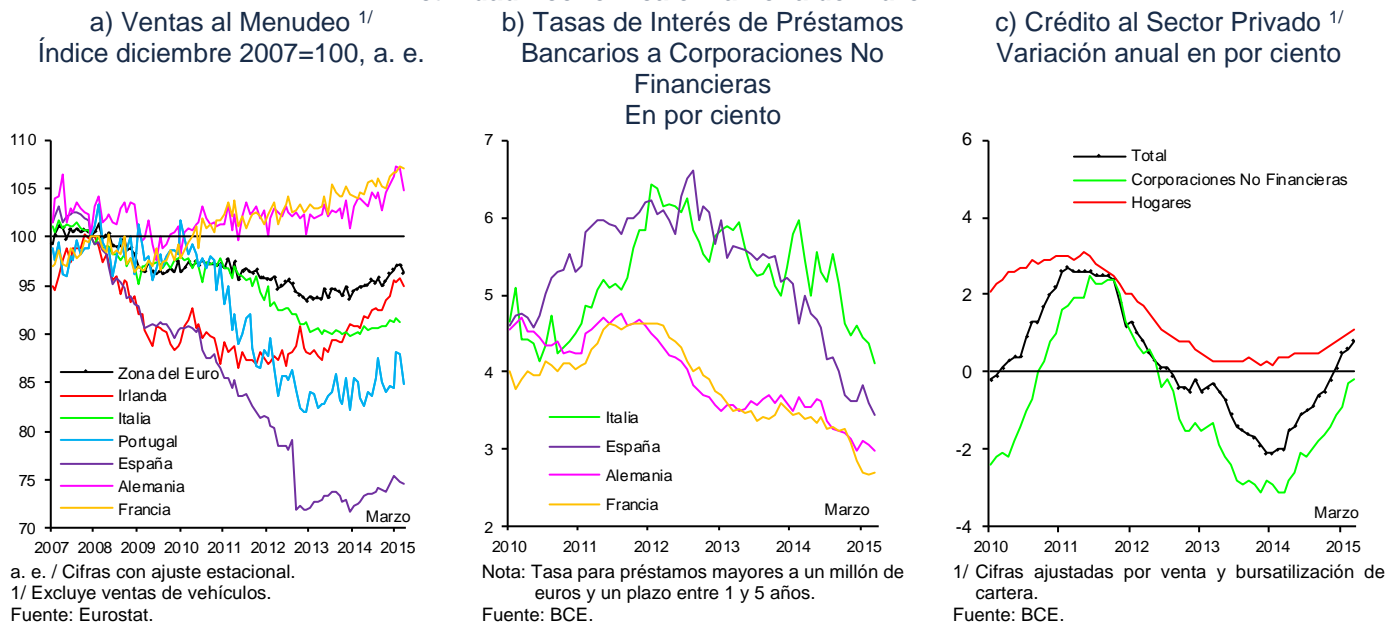
Gráfica 8
Actividad Económica en Estados Unidos



La actividad económica en la zona del euro registró una ligera mejoría, aunque desde niveles bajos, con un crecimiento del PIB de 1.6 por ciento a tasa trimestral anualizada comparado con 1.3 por ciento en el periodo previo. A esta evolución han contribuido la disminución en los precios de los energéticos y la depreciación del euro, en el contexto de una política monetaria extremadamente acomodaticia y de condiciones financieras menos astringentes. En específico, el consumo medido a través de las ventas al menudeo muestra un crecimiento moderado, pero generalizado, en los primeros meses del año (Gráfica 9a). La ampliación del relajamiento monetario se ha reflejado en una baja en las tasas de interés de préstamos a las corporaciones no financieras, en un aumento en la demanda de crédito, y en una recuperación de la confianza de los consumidores y los negocios (Gráfica 9b y Gráfica 9c). Por su parte, la depreciación del euro continúa proporcionando una mayor competitividad a las exportaciones de la región, mientras que la inversión sigue mostrando debilidad. Si bien las perspectivas económicas de la zona del euro han mejorado ante la implementación del nuevo

estímulo monetario, prevalece un elevado grado de holgura en la economía y persiste el riesgo de un deterioro de los mercados financieros ante la problemática de Grecia.

Gráfica 9
Actividad Económica en la Zona del Euro



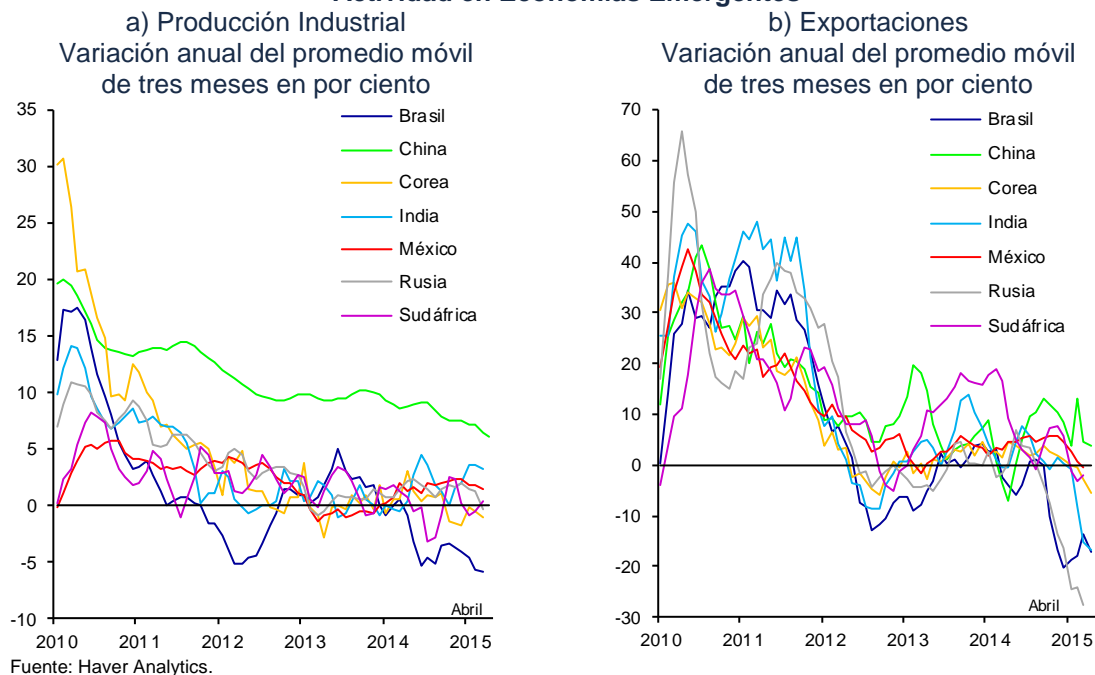
De acuerdo con cifras preliminares, el crecimiento de la actividad económica en el Reino Unido se moderó a 1.2 por ciento a tasa trimestral anualizada durante el primer trimestre del año, de una tasa de 2.5 por ciento en el último trimestre de 2014. Este menor dinamismo se atribuyó tanto a una caída en la producción industrial y la construcción, como a la disminución de la contribución del sector servicios. Por el lado de la demanda, indicadores oportunos muestran un continuo crecimiento del consumo privado, a su vez, impulsado por los bajos precios del petróleo y su efecto sobre el ingreso real, las ganancias en el empleo y la mejoría en la confianza del consumidor. Sin embargo, la debilidad en la inversión residencial se acentuó a inicios del año, mientras que existen señales de que la apreciación de la libra está afectando a las exportaciones.

La economía de Japón continuó con un crecimiento lento en el primer trimestre del año. La expansión del consumo se ha mantenido anémica, a pesar de los mayores ingresos por los bajos precios de la energía y la mejoría en el empleo. Sin embargo, los menores precios del crudo, en conjunto con la debilidad del yen han contribuido a un aumento en las ganancias corporativas, por lo que las perspectivas para la inversión en negocios son favorables. A su vez, la depreciación del yen sigue siendo un factor positivo para la expansión de las exportaciones, si bien existen preocupaciones sobre las repercusiones en el comercio por la desaceleración económica en China.

En la mayoría de las economías emergentes, el crecimiento ha continuado mostrando debilidad, reflejando una desaceleración en su demanda interna, la caída en los precios de las materias primas, reducciones en las tasas de crecimiento de sus exportaciones y condiciones de financiamiento desfavorables (Gráfica 10). Las perspectivas económicas para este grupo de países se han

ajustado a la baja, incluyendo a China, Rusia y Brasil, entre otros. Esta desaceleración, junto con el deterioro en los términos de intercambio, han incrementado las vulnerabilidades externas y fiscales de algunas de estas economías. Adicionalmente, la expectativa de un incremento en la tasa de referencia de Estados Unidos y la resultante apreciación generalizada del dólar han deteriorado las condiciones de acceso a los mercados financieros internacionales, lo que podría significar un riesgo para los corporativos de algunos de estos países que aumentaron su endeudamiento en moneda extranjera en los últimos años.

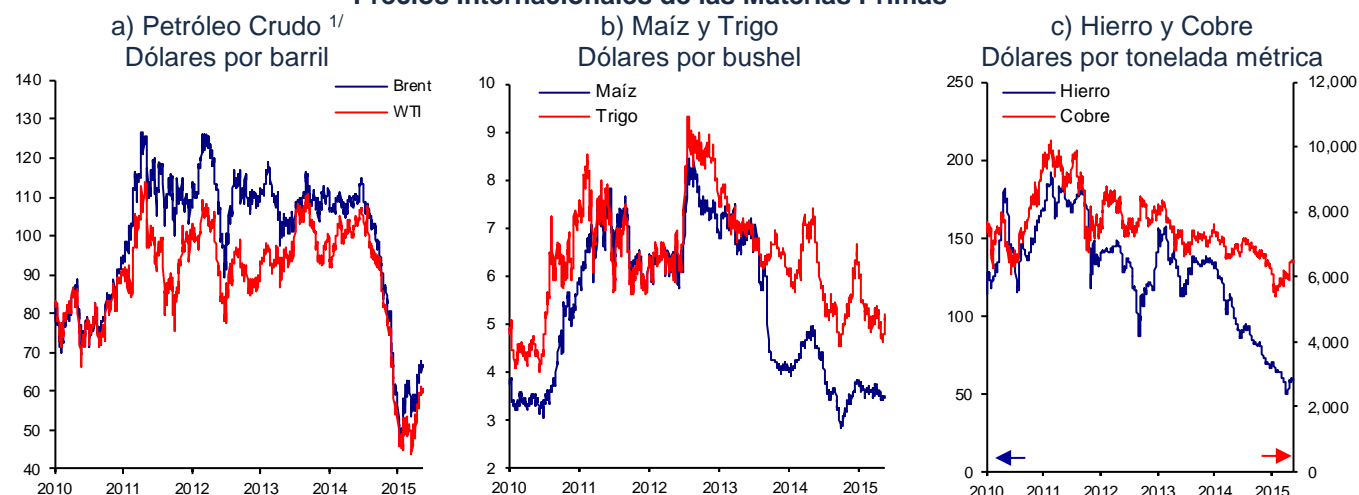
Gráfica 10
Actividad en Economías Emergentes



3.1.2. Precios de las Materias Primas

Los precios de las materias primas se mantuvieron en niveles bajos durante el primer trimestre del año, luego de las fuertes caídas observadas en los dos trimestres previos. En el caso del petróleo, los precios presentaron una recuperación a partir de mediados del primer trimestre, ante una mayor demanda de productos refinados en Estados Unidos y Canadá, una caída en la oferta, propiciada por una disminución en las exportaciones provenientes de Irak, Libia, México y Rusia, así como por el aumento en los riesgos geopolíticos en Medio Oriente (Gráfica 11a). No obstante, persisten riesgos a la baja para los precios del petróleo relacionados con la posibilidad de que eventualmente se rebase la capacidad de almacenamiento ante la fuerte acumulación de inventarios, y de un aumento en la oferta proveniente de países miembros de la OPEP. Por su parte, los precios de los granos, en particular del trigo, siguieron cayendo ante la mayor oferta mundial y un panorama favorable para su producción (Gráfica 11b). Finalmente, los precios de los metales industriales siguen deprimidos, alcanzando en el primer trimestre de 2015 su nivel mínimo en más de 5 años, ante la debilidad en la demanda, atribuida a la moderación de la actividad manufacturera de algunas de las principales economías, como la de China (Gráfica 11c).

Gráfica 11
Precios Internacionales de las Materias Primas ^{1/}



^{1/} Mercado Spot.
Fuente: Bloomberg.

3.1.3. Tendencias de la Inflación en el Exterior

Durante el primer trimestre del año, la inflación a nivel mundial continuó disminuyendo a niveles muy bajos, reflejo principalmente de la reducción en los precios del petróleo, así como de la holgura que aún existe en la mayoría de las principales economías (Gráfica 12). Se espera que en los próximos meses la inflación permanezca en niveles reducidos, incluso existe la posibilidad de que algunos países avanzados registren lecturas ligeramente negativas. Con respecto a las expectativas de inflación de largo plazo implícitas en instrumentos de mercado para las economías avanzadas en general, éstas detuvieron su tendencia a la baja, si bien se mantienen por debajo de sus respectivas metas. Así, aún no se pueden descartar los riesgos de que inflaciones deprimidas y/o negativas afecten el anclaje de las expectativas de inflación.

La inflación anual en Estados Unidos se ubicó en terreno negativo en el primer trimestre del año por primera ocasión desde 2009, con una lectura de -0.1 por ciento en marzo. Asimismo, la variación anual del deflactor del gasto en consumo también descendió a 0.3 por ciento, cifra que se compara con la de 0.8 por ciento al cierre de 2014. A esta evolución han contribuido los todavía bajos precios de la energía, el efecto de la apreciación del dólar sobre el precio de las importaciones y la ausencia de presiones por el lado de los costos laborales. Por su parte, los indicadores de inflación subyacente mostraron un ligero incremento con respecto al cierre del trimestre previo, si bien se mantienen por debajo de la meta de 2.0 por ciento de la Reserva Federal. De esta manera, la variación anual de los precios al consumidor subyacente se ubicó en 1.8 por ciento en marzo, comparada con la de 1.6 por ciento en diciembre pasado. La inflación anual del deflactor del gasto en consumo subyacente se ha mantenido en 1.3 por ciento desde el cierre de 2014. Por otro lado, las expectativas de inflación de largo plazo implícitas en instrumentos de mercado se estabilizaron durante el trimestre en un nivel de 1.9 por ciento, después de la tendencia a la baja registrada a partir de mediados de 2014.

En el caso de la zona del euro, la variación de los precios al consumidor dejó de ser negativa, aun cuando no se pueden descartar riesgos de deflación. Después

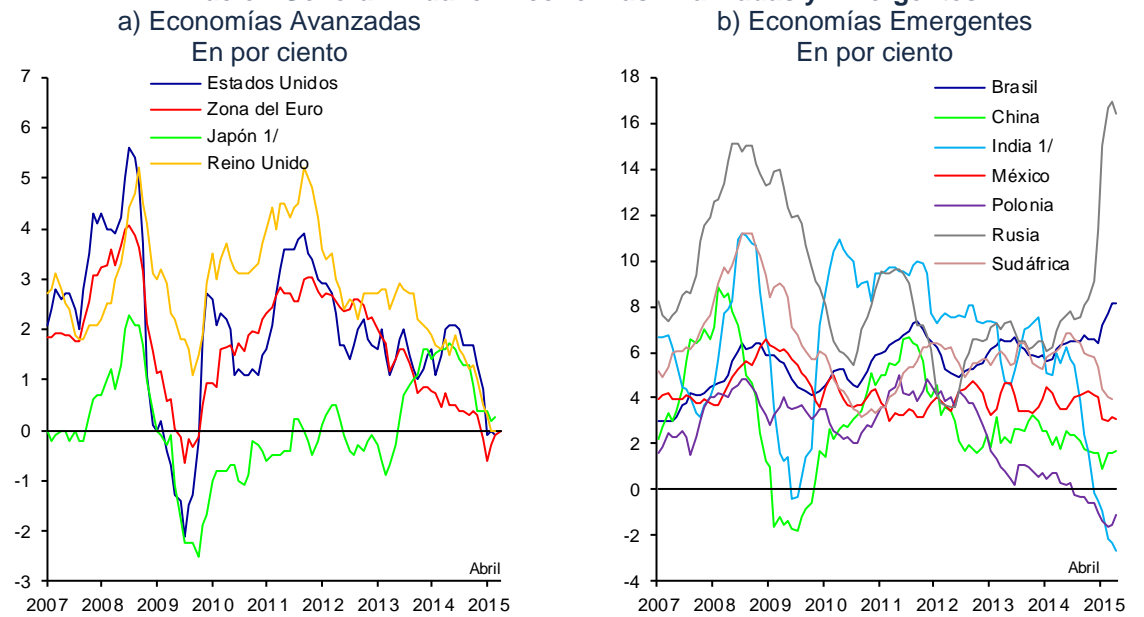
de que la inflación anual general alcanzara un mínimo de -0.6 por ciento en enero, ésta se ubicó en 0 por ciento durante abril, ante una menor caída anual en los precios de la energía y un mayor crecimiento en los precios de los alimentos. Sin embargo, la inflación excluyendo alimentos y energía continuó descendiendo, al pasar de 0.8 por ciento al cierre de 2014 a 0.6 por ciento en abril. La evolución de los precios continúa siendo una preocupación en la región, debido a que la inflación y sus expectativas se encuentran muy por debajo de la meta del Banco Central Europeo (BCE), de una cifra cercana pero inferior al 2.0 por ciento. Dicha Institución espera un repunte en la inflación general a partir de finales de 2015 como resultado del mayor relajamiento monetario, la depreciación del euro y la expectativa de una moderada recuperación de los precios del petróleo.

En el Reino Unido, la inflación general anual disminuyó durante el trimestre para situarse en 0 por ciento en marzo, en tanto que la subyacente se ubicó en 1.0 por ciento, la cifra más baja que se ha observado desde 2006. Similar al resto de las economías avanzadas, el descenso en la inflación en ese país continúa reflejando la caída en los precios del petróleo, así como menores precios de los alimentos ante la apreciación de la libra esterlina. En Japón, la inflación general, excluyendo el efecto del alza en el impuesto al consumo, también mantuvo su tendencia a la baja para ubicarse en 0.3 por ciento en marzo, en comparación con 0.4 por ciento en diciembre pasado.

En la mayoría de las economías emergentes el impacto neto de la caída de los precios de las materias primas se ha traducido en una disminución en la inflación. No obstante, en otras, la depreciación de sus divisas frente al dólar, los desequilibrios macroeconómicos y cambios en la política de precios administrados han más que compensado el efecto anterior, dando lugar a incrementos en la inflación.

Gráfica 12

Inflación General Anual en Economías Avanzadas y Emergentes



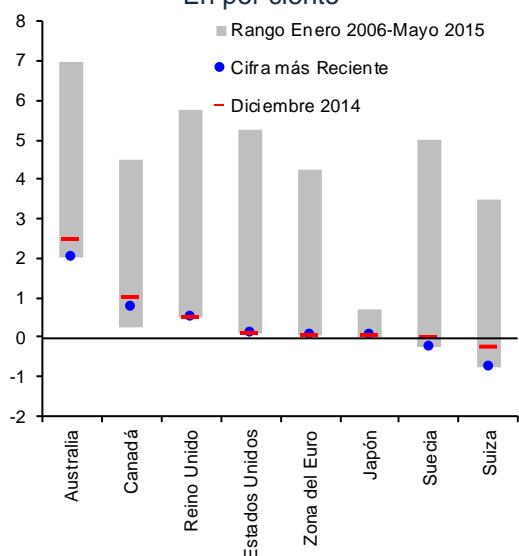
1/ Excluye el efecto directo del incremento del impuesto al consumo.
Fuente: BLS, Eurostat y Oficina de Estadísticas de Japón.

1/ Se refiere a la inflación de los precios al mayoreo.
Fuente: Oficinas Nacionales de Estadística y Bancos Centrales.

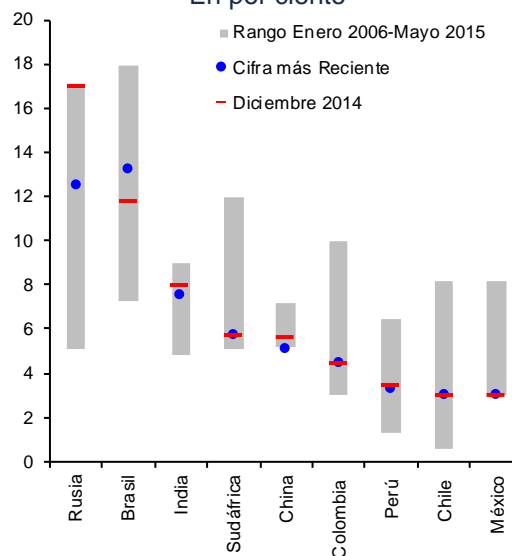
3.1.4. Política Monetaria y Mercados Financieros Internacionales

Durante el periodo al que se refiere este Informe, la política monetaria de las principales economías se mantuvo acomodaticia y, en algunos casos se asumieron posturas de mayor relajamiento que tomaron por sorpresa al mercado (Gráfica 13). En contraste, prevalece la expectativa de que la Reserva Federal iniciará el proceso de normalización de su política monetaria en algún momento del año. Esta divergencia en las posturas de política monetaria ha contribuido a una elevada volatilidad en los mercados financieros y ha generado preocupaciones sobre posibles riesgos al crecimiento y a la estabilidad financiera mundial.

Gráfica 13
Tasas de Política Monetaria en Economías Avanzadas y Emergentes
 a) Economías Avanzadas
 En por ciento



b) Economías Emergentes
 En por ciento



Fuente: Haver Analytics.

La Reserva Federal, en su reunión de marzo, cambió la orientación sobre posibles modificaciones a su tasa de referencia (*forward guidance*), señalando que aumentará el rango objetivo de la tasa de fondos federales una vez que se observen avances adicionales en el mercado laboral y que esté razonablemente segura de que la inflación regresará a su meta de 2 por ciento en el mediano plazo. Además, señaló que este cambio no indica que ya haya decidido cuándo tendrá lugar el primer incremento en su rango objetivo de tasa de interés, y reiteró que sus acciones futuras de política monetaria dependerán del comportamiento de la actividad económica, del mercado laboral y de la inflación. En este contexto, varios miembros del Comité Federal de Mercado Abierto han expresado que esperan que dicho ritmo de incrementos en la tasa de política sea gradual dada la evolución reciente de la actividad económica en dicho país. Este Comité también revisó a la baja sus previsiones de crecimiento, inflación y tasa de desempleo para los próximos años. Posteriormente, en su reunión de abril, esta Institución mantuvo sin cambio su orientación sobre el rumbo de la política monetaria, pero modificó su evaluación de la actividad económica, el empleo y la inflación. En particular, destacó la moderación en el crecimiento de los principales componentes de la demanda agregada en el primer trimestre del año, el modesto avance en el abatimiento del grado de holgura en el mercado laboral y la persistencia de la

inflación en niveles por debajo de su meta. También destacó la caída de las exportaciones, las cuales fueron afectadas por la apreciación generalizada del dólar. Lo anterior ha fortalecido la percepción de que el incremento inicial en la tasa de fondos federales se retrasará respecto a lo anteriormente previsto.

En la zona del euro, el BCE mantuvo sin cambio las tasas de referencia e inició en marzo la compra de valores del sector público denominados en euros con grado de inversión en el mercado secundario, como parte de la expansión de su programa de relajamiento monetario. Esto ha tenido un impacto positivo en los mercados financieros europeos, en los costos de financiamiento y en las expectativas de inflación, particularmente las de corto plazo. En su reunión de abril, el BCE descartó por el momento modificaciones en su programa de compra de activos, mencionando que busca un ajuste sostenido en la trayectoria de inflación, y que requerirá que continúe hasta septiembre de 2016 o incluso después, en caso de que sea necesario.

El Banco de Inglaterra mantuvo su tasa de referencia en 0.5 por ciento y conservó sin cambios su orientación sobre posibles modificaciones a su tasa de referencia (*forward guidance*) durante el periodo que cubre este Informe. Adicionalmente, mantuvo sin cambio el saldo de su programa de compra de activos (375 mil millones de libras esterlinas). En su Informe de inflación de este mayo esta Institución redujo sus pronósticos de crecimiento para los siguientes tres años, debido en parte al bajo dinamismo de la productividad, a la vez que mantuvo su expectativa de que la inflación se ubicará en 2 por ciento en los próximos dos años. Sin embargo, enfatizó que el periodo de baja inflación que prevalecerá en 2015 podría implicar riesgos a la baja.

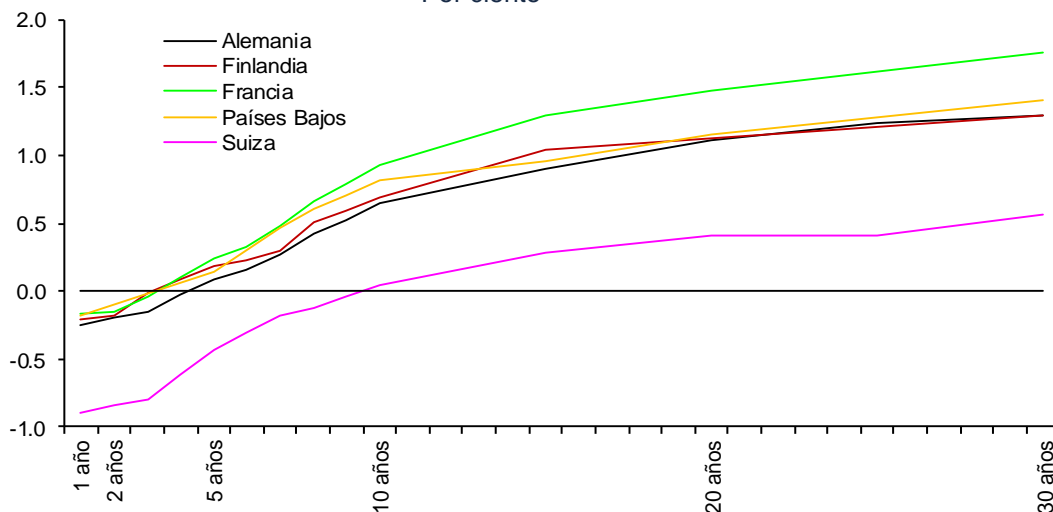
Por su parte, en su reunión de abril, el Banco de Japón ratificó su programa de relajamiento monetario para el logro de su meta de inflación del 2 por ciento anunciado en octubre pasado. De esta forma, mantuvo su objetivo de incrementar la base monetaria a un ritmo anual de 80 billones de yenes, y su decisión de seguir comprando bonos del gobierno y otros instrumentos. Adicionalmente, señaló que se han recuperado las expectativas de inflación de mediano y largo plazo influenciadas por el comportamiento de las negociaciones salariales.

En el contexto descrito para la política monetaria de las economías avanzadas, conviene señalar que el programa de compra de bonos del BCE ha propiciado una reducción en los rendimientos de los bonos soberanos de algunos países de Europa a niveles históricamente bajos, si bien a principios de mayo se han revertido parcialmente. Así, varios países de la zona del euro llegaron a registrar rendimientos negativos en plazos de hasta siete años como el caso de Alemania (Gráfica 14). Otros países fuera de la zona del euro como Suiza y Dinamarca, también mostraron rendimientos negativos en la mayor parte de su curva de rendimientos, en buena medida como respuesta a las acciones adoptadas por sus bancos centrales para hacer frente a las fuertes entradas de capital y a las presiones a la apreciación de sus monedas después de la expansión del programa de compra de valores por parte del BCE.

Al respecto, si bien esta disminución en las tasas de interés de largo plazo a niveles negativos representa un apoyo a la recuperación de la actividad económica, prevalece incertidumbre en cuanto a las posibles implicaciones sobre los mercados financieros, la actividad económica, y la sostenibilidad fiscal en la zona del euro en el mediano plazo. En específico, estas tasas negativas están comenzando a tener

efectos sobre los márgenes de intermediación, toda vez que los bancos aún no las han trasladado completamente a sus depositantes. De esta manera, los menores márgenes pudieran afectar la disposición de instituciones bancarias a otorgar nuevo financiamiento o llevarlas a incrementar el costo del mismo, con lo cual se estaría reduciendo la efectividad del estímulo monetario. Por otra parte, estas instituciones han estado ajustando sus balances hacia activos con mayor rendimiento, incluyendo los denominados en dólares, lo que significa una mayor exposición a cambios en las tasas de interés y a los tipos de cambio. Adicionalmente, las tasas de interés negativas también han tenido efectos adversos sobre otras instituciones financieras, en particular, los fondos de pensiones, al reducir la rentabilidad de sus inversiones en el mediano y largo plazo. Finalmente, el alivio temporal proporcionado por las bajas tasas de interés ha reducido los incentivos de los gobiernos para continuar avanzando en el proceso de consolidación fiscal en la zona del euro, implicando riesgos para la sostenibilidad de la deuda en el mediano y largo plazo.

Gráfica 14
Curva de Rendimientos de Valores Públicos en Economías Avanzadas
 Por ciento



Nota: Los datos corresponden al 18 de mayo de 2015.
 Fuente: Bloomberg.

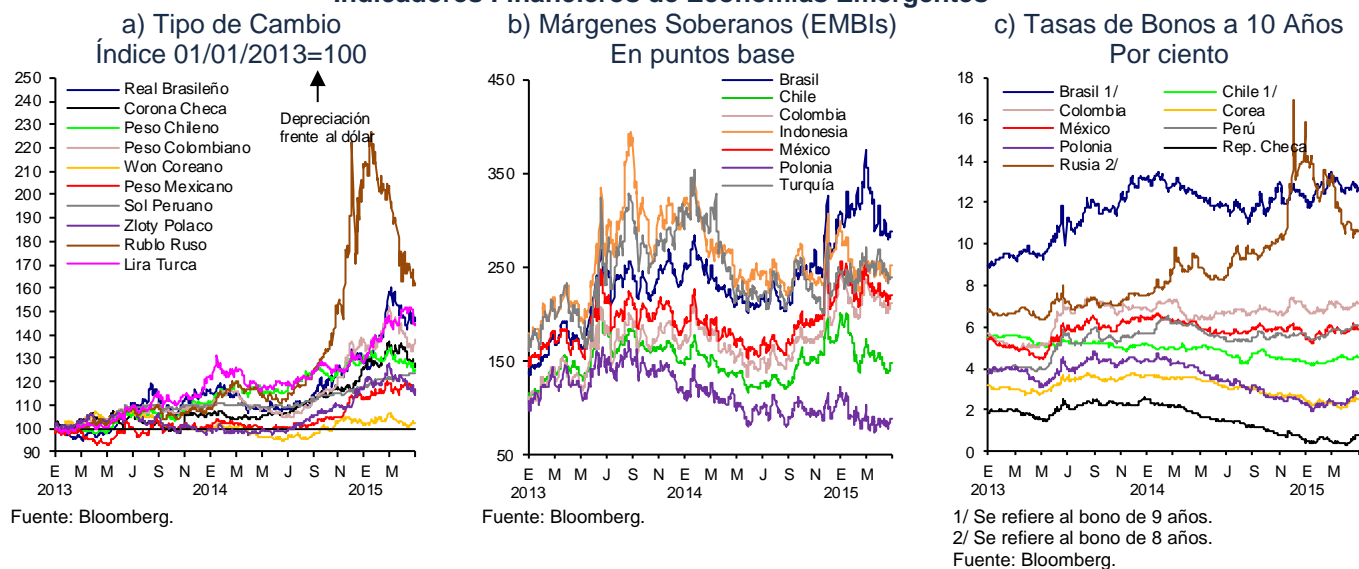
Los fuertes movimientos en los tipos de cambio, en combinación con los crecientes diferenciales en las tasas de interés de las principales economías avanzadas con respecto a las de Estados Unidos, también podrían tener implicaciones sobre la estabilidad financiera y macroeconómica a nivel mundial. Ello se deriva de la búsqueda por rendimiento que ha traído consigo una toma excesiva de riesgos, la cual pudiera exacerbar las tendencias recientes en los mercados cambiarios. Lo anterior ha generado temores de que, ante cambios abruptos en las carteras de inversión a nivel internacional, se registren salidas importantes de capital en las economías emergentes, y mayores costos de financiamiento debido al elevado endeudamiento en dólares en algunas de estas economías.

En las economías emergentes continuaron observándose diferencias en la conducción de la política monetaria. Por una parte, la disminución en la inflación, acentuada en algunos casos por la caída en los precios de la energía y la debilidad en la actividad económica, han permitido a los bancos centrales de países como

China y Corea implementar un mayor relajamiento en su política monetaria. Por el contrario, en países como Brasil, a pesar de la debilidad de su economía, aumentaron tasas de interés durante el periodo con el fin de reducir su inflación propiciada por la depreciación en sus tipos de cambio.

Durante el periodo que cubre este Informe, la volatilidad en los mercados financieros se mantuvo elevada, especialmente en los mercados cambiarios. A esta volatilidad ha contribuido significativamente la divergencia en las perspectivas sobre las posturas de política monetaria de las principales economías antes mencionada. Adicionalmente, la continua incertidumbre sobre el inicio y el subsecuente ritmo de normalización de la política monetaria de Estados Unidos se ha reflejado en una mayor sensibilidad de los mercados financieros ante la publicación de nueva información, posiblemente debido al mayor énfasis de la Reserva Federal en que sus acciones futuras dependerán del desempeño económico. Las diferencias en las posturas de política monetaria, a su vez, han traído como consecuencia una continua apreciación del dólar con respecto a la mayoría de las monedas durante gran parte del primer trimestre, lo cual llevó a varias economías emergentes a intervenir en el mercado cambiario (Gráfica 15).

Gráfica 15
Indicadores Financieros de Economías Emergentes



3.2. Evolución de la Economía Mexicana

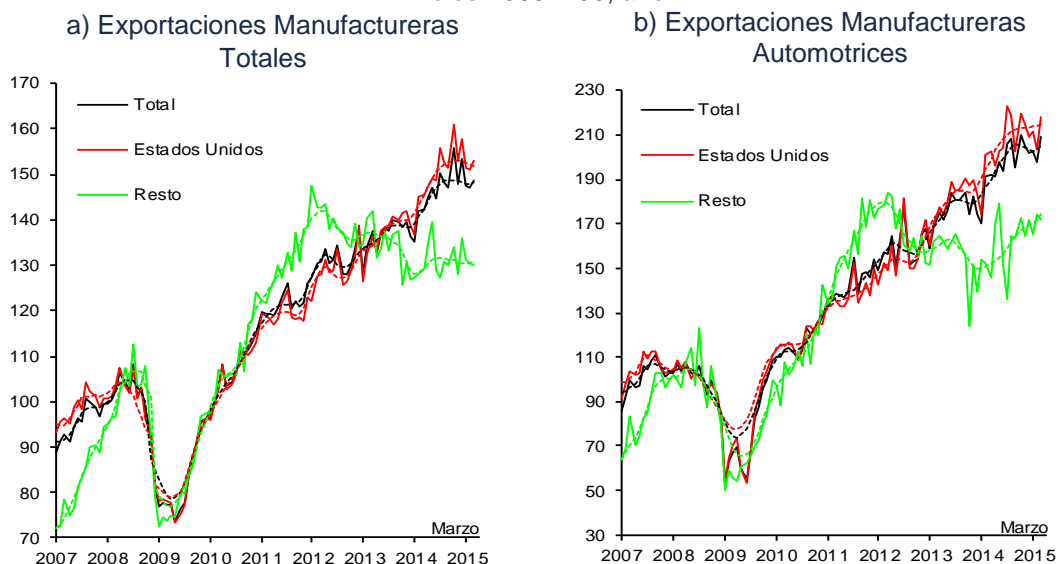
3.2.1. Actividad Económica

Los indicadores oportunos sugieren que en el primer trimestre de 2015 la economía mexicana continuó registrando un ritmo de crecimiento moderado. En particular, durante ese periodo las exportaciones mostraron un débil desempeño, en tanto que algunos componentes de la demanda interna presentaron cierta recuperación.

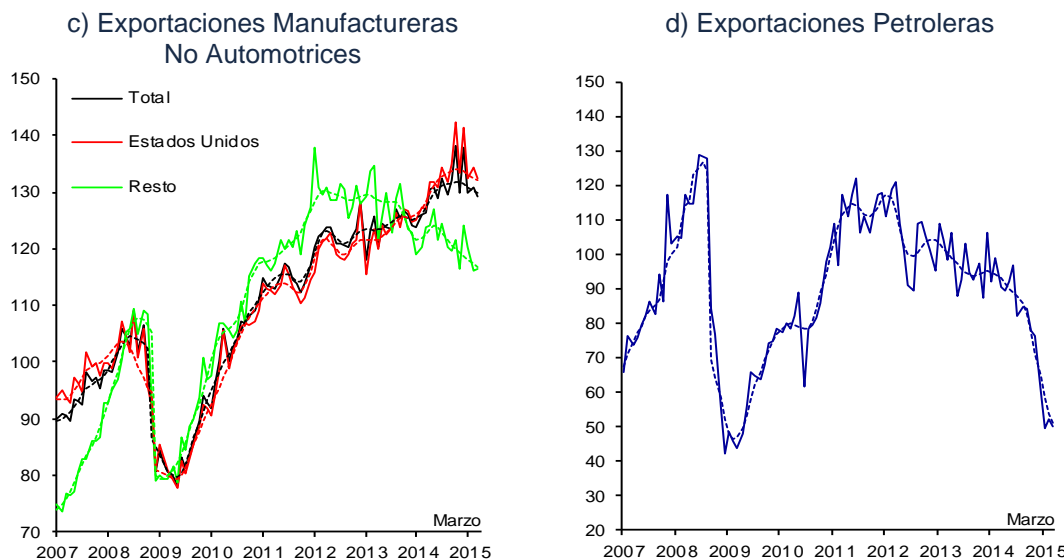
En el periodo enero - marzo del año en curso, las exportaciones manufactureras observaron una pérdida de dinamismo (Gráfica 16a). En efecto, tanto las exportaciones automotrices, como el resto de las exportaciones manufactureras registraron una caída trimestral (Gráfica 16b y Gráfica 16c), posiblemente como consecuencia de factores temporales que afectaron la actividad económica en

Estados Unidos en ese periodo. Al respecto, si bien la depreciación real del peso favoreció las exportaciones de México, este efecto se vio contrarrestado por una disminución en la demanda de Estados Unidos. De hecho, ante el desvanecimiento del efecto de dichos factores, las exportaciones manufactureras mostraron una ligera mejoría en marzo. Por su parte, las exportaciones petroleras continuaron presentando una tendencia decreciente, reflejo de los menores precios del petróleo ya que, si bien la plataforma de producción petrolera disminuyó en el trimestre, la de exportación aumentó (Gráfica 16d).

Gráfica 16
Indicadores de las Exportaciones
 Índice 2008=100, a. e.



a. e. / Serie con ajuste estacional y serie de tendencia. La primera se representa con la línea sólida y la segunda con la punteada.
 Fuente: Banco de México con datos del Grupo de Trabajo de Estadísticas de Comercio Exterior.



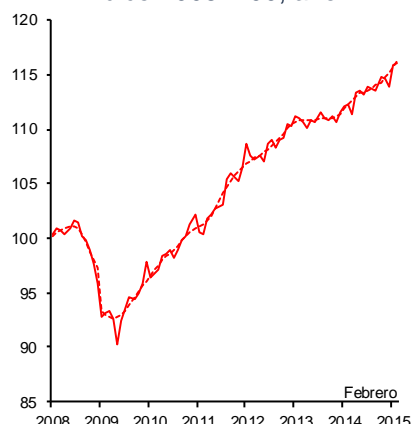
a. e. / Serie con ajuste estacional y serie de tendencia. La primera se representa con la línea sólida y la segunda con la punteada.
 Fuente: Banco de México con datos del Grupo de Trabajo de Estadísticas de Comercio Exterior.

En lo que se refiere a la demanda interna, algunos indicadores sugieren que en el primer trimestre del año el consumo privado tuvo una moderada recuperación respecto al desempeño observado a finales de 2014. En particular:

- i. El indicador mensual del consumo privado en el mercado interior presentó un comportamiento favorable en el bimestre enero - febrero (Gráfica 17a). De manera similar, en los primeros meses del año en curso tanto los ingresos de empresas comerciales al por menor, como las ventas de la ANTAD, registraron un incremento en su dinamismo (Gráfica 17b y Gráfica 17c).
- ii. En este contexto, algunos de los determinantes del consumo mostraron un comportamiento favorable. En específico, en los primeros tres meses de 2015 las remesas exhibieron una tendencia positiva, si bien con cierta volatilidad (Gráfica 18a). Asimismo, como se verá más adelante en este Informe, las cifras al primer trimestre de 2015 sugieren un ligero repunte en la tasa de crecimiento del crédito al consumo respecto al cierre de 2014 (ver Sección 3.2.3).
- iii. A pesar de lo anterior, algunos determinantes del consumo aún no han presentado una clara mejoría, por lo que prevalece el riesgo de que la reciente recuperación del consumo pudiera perder dinamismo. En particular, la masa salarial real de los trabajadores en la economía se mantuvo en niveles bajos, no obstante que en el trimestre que se reporta presentó un incremento en relación al trimestre previo (Gráfica 18b). Asimismo, si bien el índice de confianza del consumidor registró un avance en el inicio del año, en marzo y abril volvió a debilitarse (Gráfica 18c).

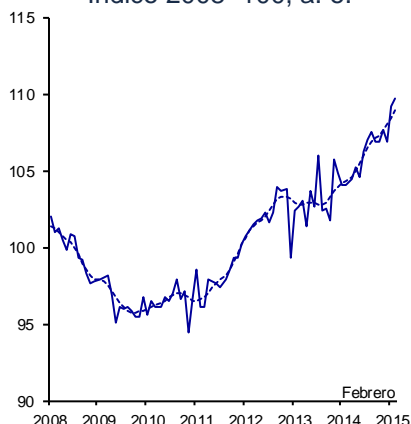
Gráfica 17
Indicadores de Consumo

a) Indicador Mensual del Consumo Privado en el Mercado Interior
Índice 2008=100, a. e.



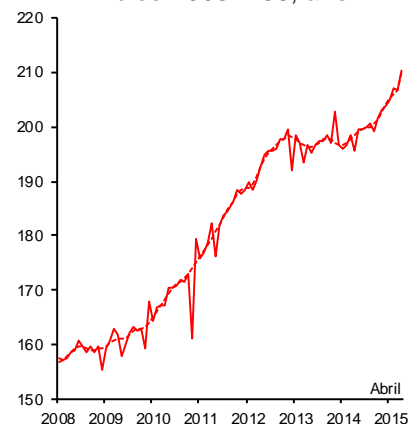
a. e./ Serie con ajuste estacional y serie de tendencia. La primera se representa con la línea sólida y la segunda con la punteada.
Fuente: INEGI.

b) Ingresos en Empresas Comerciales al por Menor
Índice 2008=100, a. e.



a. e./ Serie con ajuste estacional y serie de tendencia. La primera se representa con la línea sólida y la segunda con la punteada.
Fuente: Encuesta Mensual sobre Empresas Comerciales, INEGI.

c) Ventas a Tiendas Totales de la ANTAD
Índice 2003=100, a. e.



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

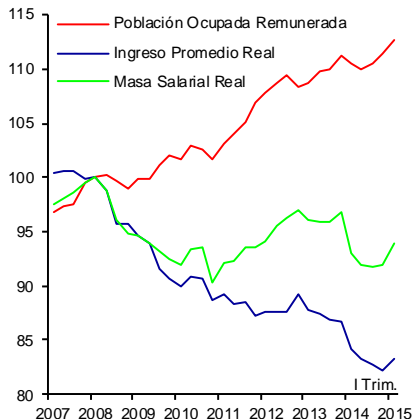
Gráfica 18
Determinantes del Consumo

a) Remesas Familiares
Millones de dólares, a. e.



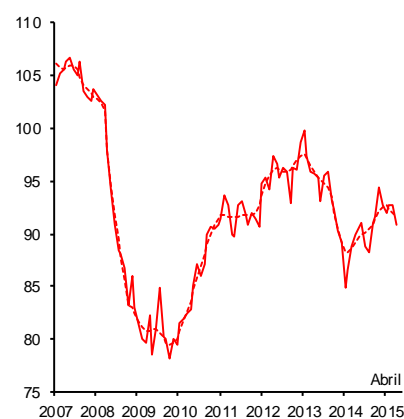
a. e. / Serie con ajuste estacional y serie de tendencia. La primera se representa con la línea sólida y la segunda con la punteada.
Fuente: Banco de México.

b) Masa Salarial Real Total
Índice I-2008=100, a. e.



a. e. / Series con ajuste estacional.
Fuente: Elaboración de Banco de México con información de la Encuesta Nacional de Ocupación y Empleo (ENOE), INEGI.

c) Índice de Confianza del Consumidor
Índice enero 2003=100, a. e.

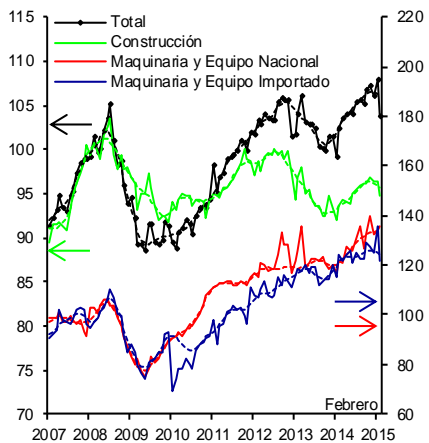


a. e. / Serie con ajuste estacional y serie de tendencia. La primera se representa con la línea sólida y la segunda con la punteada.
Fuente: Encuesta Nacional sobre la Confianza del Consumidor (ENCO), INEGI y Banco de México.

En los primeros meses de 2015, la inversión fija bruta perdió dinamismo respecto a la recuperación que se había venido observando a partir del segundo trimestre de 2014. De sus componentes, la inversión en maquinaria y equipo ha exhibido una evolución favorable (Gráfica 19a). En particular, en el primer trimestre del año en curso las importaciones de bienes de capital presentaron una recuperación, luego de la contracción registrada en el trimestre previo (Gráfica 19b). No obstante, la inversión en construcción mostró una caída en los primeros dos meses de 2015, la cual se derivó, principalmente, de una contracción de la inversión en construcción residencial, a la vez que la inversión no residencial continuó exhibiendo un estancamiento (Gráfica 19c).

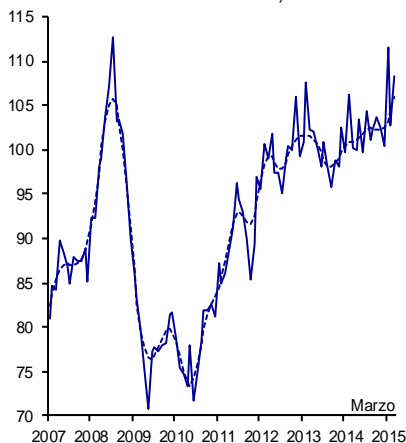
Gráfica 19
Indicadores de Inversión
b) Importaciones de Bienes de Capital
Índice 2008=100, a. e.

a) Inversión y sus Componentes
Índice 2008=100, a. e.



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

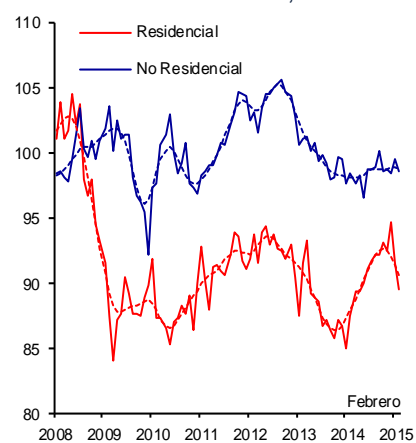
Fuente: Sistema de Cuentas Nacionales de México, INEGI.



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

Fuente: Grupo de Trabajo de Estadísticas de Comercio Exterior.

c) Inversión en Construcción Residencial y No Residencial
Índice 2008=100, a. e.



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

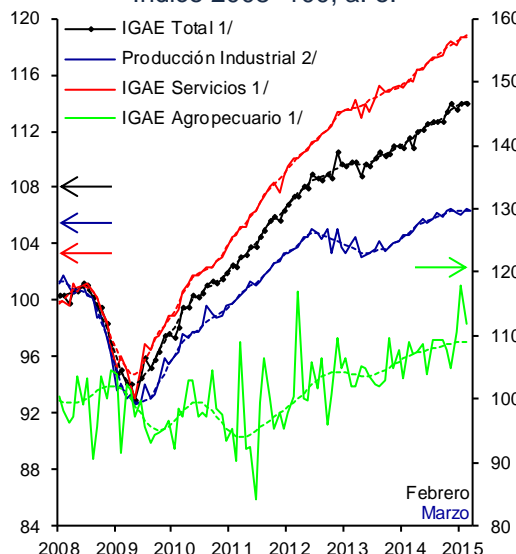
Fuente: Sistema de Cuentas Nacionales de México, INEGI.

En congruencia con lo anterior, no es de sorprender que la actividad productiva haya presentado un moderado ritmo de crecimiento en los primeros meses del año. En particular, la producción industrial mostró un estancamiento, al tiempo que el sector servicios siguió registrando una expansión modesta (Gráfica 20a).

- i. Al interior de la actividad industrial, la producción manufacturera exhibió una trayectoria de crecimiento débil (Gráfica 20b). La minería tuvo una tendencia negativa, como reflejo de la disminución en la plataforma de producción petrolera en los primeros meses de 2015 y de una menor actividad en los servicios asociados a este sector (Gráfica 20c). Adicionalmente, la construcción interrumpió la recuperación que había venido mostrando en los trimestres previos. Por su parte, la industria de la electricidad presentó una trayectoria creciente.
- ii. El moderado crecimiento de los servicios en los primeros meses de 2015 se derivó de un incremento en aquéllos asociados a la demanda interna, toda vez que, en congruencia con la disminución en el dinamismo que exhibió la demanda externa, los servicios relacionados al comercio exterior registraron un débil desempeño (Gráfica 20d).
- iii. La expansión mensual desestacionalizada que presentaron las actividades agropecuarias en el primer bimestre de 2015 con relación al promedio alcanzado en el cuarto trimestre de 2014 se derivó, en buena medida, de un incremento en la superficie sembrada del ciclo otoño - invierno por adecuados niveles de almacenamiento de agua en las principales presas del norte del país, y de un aumento en la producción de los principales cultivos perennes.

Gráfica 20
Indicadores de Producción

a) Indicadores de la Actividad Económica
Índice 2008=100, a. e.



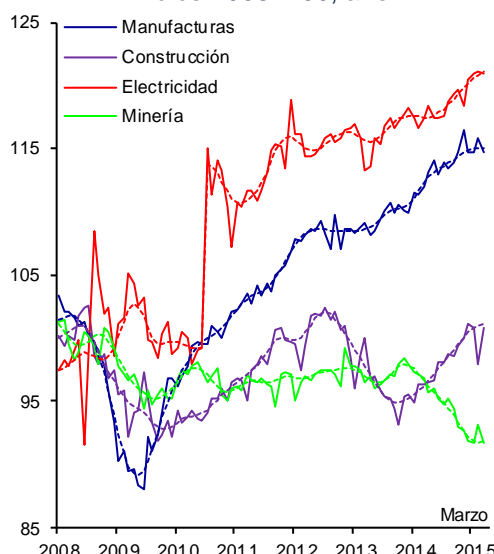
a. e. / Serie con ajuste estacional y serie de tendencia. La primera se representa con la línea sólida y la segunda con la punteada.

1/ Cifras a febrero de 2015.

2/ Cifras a marzo de 2015 del Indicador Mensual de la Actividad Industrial.

Fuente: Sistema de Cuentas Nacionales de México, INEGI.

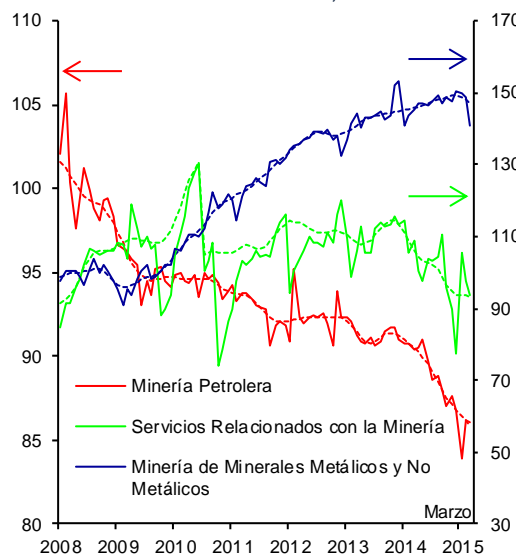
b) Actividad Industrial
Índice 2008=100, a. e.



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

Fuente: Indicador Mensual de la Actividad Industrial, Sistema de Cuentas Nacionales de México, INEGI.

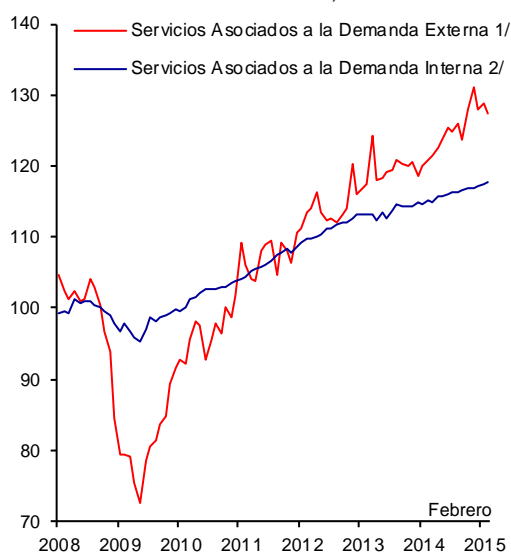
c) Sector de la Minería
Índice 2008=100, a. e.



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

Fuente: Indicador Mensual de la Actividad Industrial, Sistema de Cuentas Nacionales de México, INEGI.

d) IGAE del Sector Servicios
Índice 2008=100, a. e.



a. e. / Series con ajuste estacional.

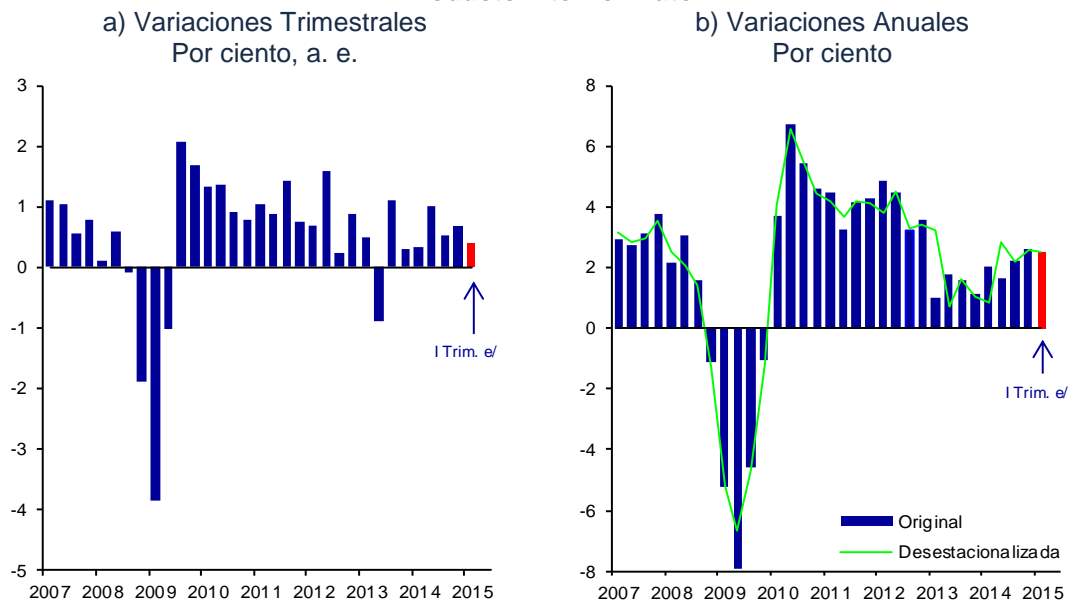
1/ Incluye los sectores de comercio y de transportes más asociados a la demanda externa.

2/ Incluye el resto de los sectores de las actividades terciarias.

Fuente: Elaboración de Banco de México con información del Sistema de Cuentas Nacionales de México, INEGI.

Como resultado de lo anterior, para el primer trimestre de 2015 se estima un crecimiento trimestral en términos desestacionalizados del PIB de alrededor de 0.4 por ciento, el cual se compara con los crecimientos de 0.34, 1.03, 0.53 y 0.68 por ciento registrados en los cuatro trimestres previos, respectivamente (Gráfica 21a). En términos anuales desestacionalizados, se estima un aumento del PIB de alrededor de 2.5 por ciento para el primer trimestre de 2015, el cual contrasta con los de 0.9, 2.8, 2.2 y 2.6 por ciento observados en los cuatro trimestres anteriores. Con cifras sin desestacionalizar, se anticipa una variación anual del PIB de 2.5 por ciento en el periodo enero - marzo de 2015, que se compara con las de 2.0, 1.6, 2.2 y 2.6 por ciento en los cuatro trimestres precedentes (Gráfica 21b).

Gráfica 21
Producto Interno Bruto

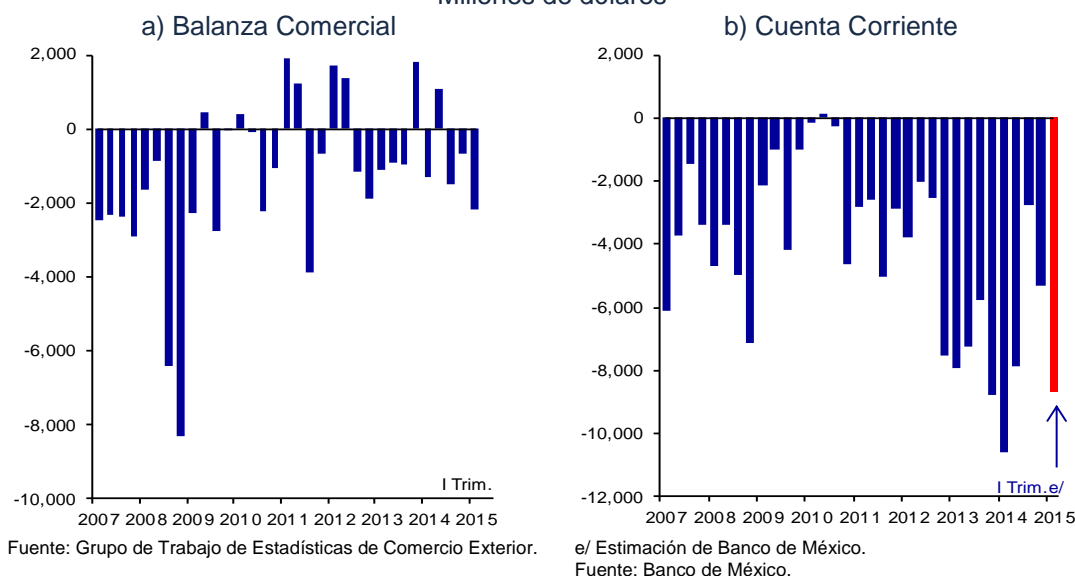


a. e. / Cifras con ajuste estacional.
e/ Estimación de Banco de México.

Fuente: Sistema de Cuentas Nacionales de México, INEGI. Desestacionalización del primer trimestre de 2015 efectuada por el Banco de México.

Finalmente, en el primer trimestre de 2015 se registró un déficit en la balanza comercial de 2,183 millones de dólares (Gráfica 22a). Por su parte, las cifras más oportunas sugieren que la cuenta corriente habrá presentado un déficit moderado en dicho periodo y que el país continuó captando recursos a través de la cuenta financiera que permitieron el financiamiento holgado de dicho déficit (Gráfica 22b).

Gráfica 22
Balanza Comercial y Cuenta Corriente
Millones de dólares



3.2.2. Mercado Laboral

La información más reciente sugiere que en los primeros meses de 2015 continuó registrándose una moderada mejoría en el mercado laboral. Sin embargo, en congruencia con la evolución de la actividad económica, en dicho mercado prevalecen condiciones de holgura, por lo que no se observaron presiones al alza sobre el crecimiento de los salarios.

En particular, destaca que:

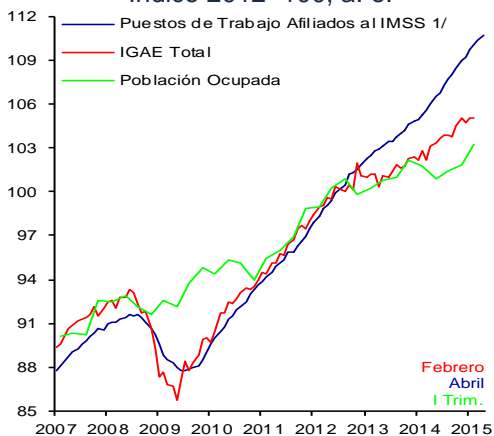
- i. El número de puestos de trabajo afiliados al IMSS continuó mostrando una trayectoria ascendente (Gráfica 23a).³ Al respecto, es posible que esto sea reflejo, en parte, de una mayor afiliación de trabajadores informales al sector formal. Por su parte, el empleo total en la economía, si bien registró un crecimiento en el primer trimestre, todavía no exhibe una clara recuperación.
- ii. En el primer trimestre del año en curso, tanto la tasa de desocupación nacional, como la urbana, mantuvieron una tendencia a la baja, si bien siguieron ubicándose por encima de las observadas antes de la crisis (Gráfica 23b).
- iii. La disminución en las tasas de desocupación se ha dado a la par que la tasa de participación laboral ha tendido a incrementarse en los últimos meses (Gráfica 23c). Así, en el primer trimestre de 2015 la tasa de desempleo nacional (ajustada por estacionalidad) mostró un nivel promedio de 4.3 por ciento, cifra menor que la de 4.5 por ciento registrada en el último trimestre de 2014.

³ La estadística de empleo que reporta el IMSS se refiere al número de puestos de trabajo afiliados a ese Instituto. En particular, según su glosario de términos, debido a que un mismo trabajador puede registrarse en el IMSS con más de un empleo en más de una empresa, su indicador de puestos de trabajo contabiliza a estos afiliados tantas veces como número de puestos mantengan.

iv. Los indicadores de ocupación en el sector informal y de informalidad laboral, que habían presentado una tendencia a la baja, dejaron de disminuir (Gráfica 23d).

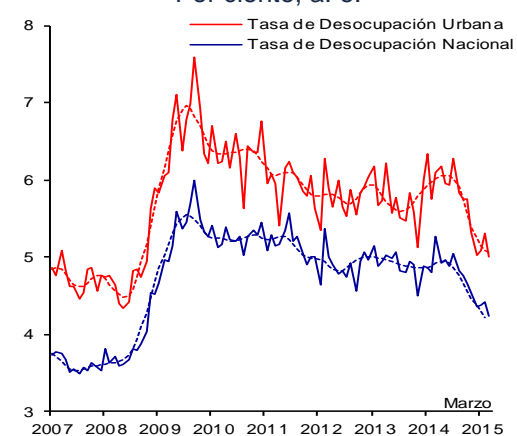
Gráfica 23
Indicadores del Mercado Laboral

a) Puestos de Trabajo Afiliados al IMSS, Población Ocupada e IGAE Total Índice 2012=100, a. e.



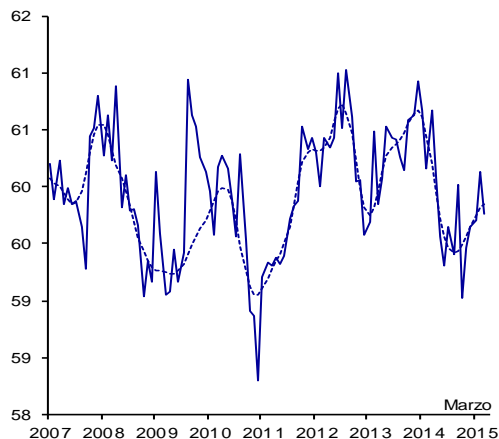
a. e. / Serie con ajuste estacional.
1/ Permanentes y eventuales urbanos. Desestacionalización de Banco de México.
Fuente: Elaboración de Banco de México con información del IMSS e INEGI (SCNM y ENOE).

b) Tasas de Desocupación Nacional y Urbana Por ciento, a. e.



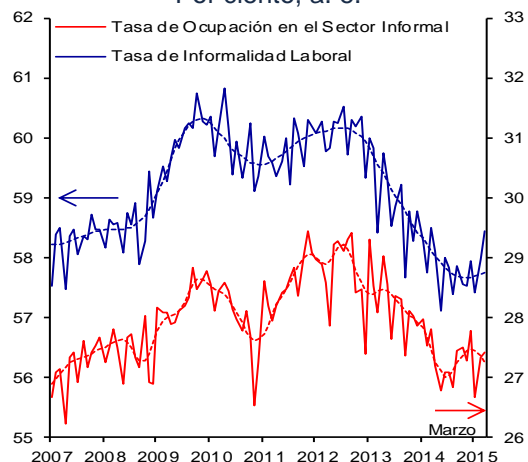
a. e. / Serie con ajuste estacional y serie de tendencia. La primera se representa con la línea sólida y la segunda con la punteada.
Fuente: Encuesta Nacional de Ocupación y Empleo (ENOE), INEGI.

c) Tasa de Participación Laboral Nacional 1/ 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/ Porcentaje de la población económicamente activa (PEA) respecto de la de 15 y más años de edad.
Fuente: Encuesta Nacional de Ocupación y Empleo (ENOE), INEGI.

d) Ocupación en el Sector Informal 1/ e Informalidad Laboral 2/ 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 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.
2/ Incluye a los trabajadores que, además de los que se emplean en el sector informal, laboran sin la protección de la seguridad social y cuyos servicios son utilizados por unidades económicas registradas y a los ocupados por cuenta propia en la agricultura de subsistencia.
Fuente: Encuesta Nacional de Ocupación y Empleo (ENOE), INEGI.

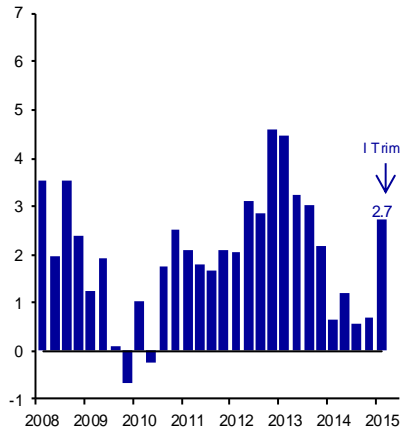
La dinámica de los principales indicadores salariales sugiere que en los primeros meses de 2015 las empresas en general no enfrentaron mayores problemas para cubrir sus necesidades laborales. En efecto, los incrementos salariales se mantuvieron en niveles moderados. En particular:

- i. Durante el primer trimestre de 2015, la tasa de crecimiento del salario promedio del total de trabajadores asalariados en la economía continuó en niveles bajos (Gráfica 24a).
- ii. En el periodo que cubre este Informe, el incremento reportado por el IMSS del salario base de cotización asociado a los puestos de trabajo afiliados a dicho instituto (4.3 por ciento) fue menor que el registrado en el trimestre previo (4.7 por ciento en el cuarto de 2014; Gráfica 24b).
- iii. En el primer trimestre de 2015, los salarios contractuales negociados por empresas de jurisdicción federal mostraron una tasa de crecimiento similar a la observada en el mismo trimestre del año anterior (4.4 por ciento en el primer trimestre de 2015, respecto a 4.2 en el primer trimestre de 2014; Gráfica 24c). Este comportamiento fue resultado de que, por un lado, las negociaciones de las empresas públicas en los primeros tres meses de 2015 resultaron en un promedio de aumentos menor que el del mismo periodo del año anterior (3.4 por ciento en el primer trimestre de 2015, respecto a 3.7 por ciento en el mismo periodo de 2014), mientras que, por el contrario, las negociaciones de las empresas privadas derivaron en un promedio de incrementos salariales superior al registrado en el primer trimestre de 2014 (4.5 por ciento en el periodo enero – marzo del año en curso, respecto a 4.3 por ciento en el primer trimestre del año previo). Un resultado similar se mantiene con la información de abril del presente año, según la cual los salarios contractuales registraron una variación anual semejante a la del mismo mes de 2014 (4.1 por ciento en abril de 2015, respecto a 4.0 por ciento en abril de 2014).⁴
- iv. De la información sobre salarios, también destaca que a partir del 1 de abril del 2015 el Consejo de Representantes de la Comisión Nacional de Salarios Mínimos (CONASAMI) determinó un aumento promedio al salario mínimo del área geográfica “B” de 2.8 por ciento, lo que se tradujo en un incremento de 1.4 por ciento en el salario mínimo general. Lo anterior, con el objetivo de acortar la diferencia que separa a los salarios mínimos generales y profesionales vigentes en el área geográfica “B”, con los vigentes en el área geográfica “A”.

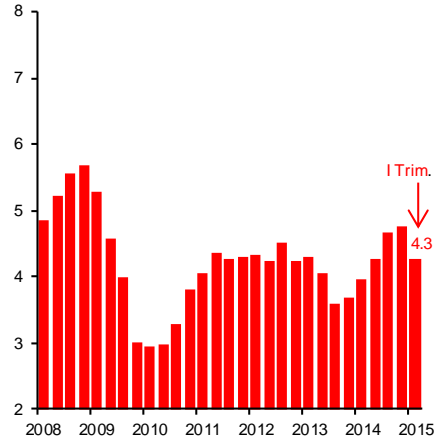
⁴ En el cuarto mes de 2015, los salarios negociados por las empresas privadas exhibieron en promedio incrementos de 4.6 por ciento, mientras que en el mismo mes del año anterior habían sido 4.3 por ciento. Por su parte, los salarios negociados por las empresas públicas aumentaron en promedio 3.4 por ciento en abril de 2015, mientras que en el mismo mes de 2014 lo hicieron en 3.5 por ciento.

Gráfica 24
Indicadores Salariales
Variación anual en por ciento

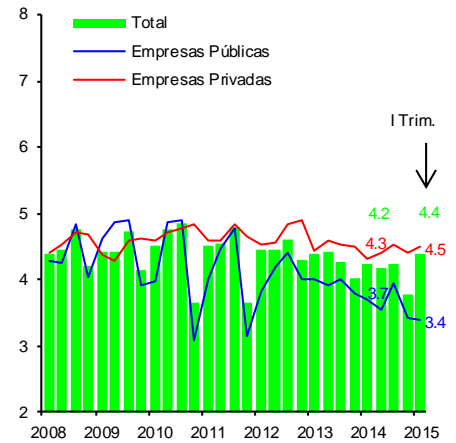
a) Salario Promedio de Asalariados según la ENOE ^{1/}



b) Salario Base de Cotización al IMSS



c) Salario Contractual ^{2/}



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

2/ El incremento salarial contractual es un promedio ponderado por el número de trabajadores involucrados. El número de trabajadores de empresas de jurisdicción federal que anualmente reportan sus incrementos salariales a la STPS equivale aproximadamente a 2 millones.

Fuente: Cálculos elaborados por el Banco de México con información de IMSS, STPS e INEGI (ENOE).

3.2.3. Ahorro Financiero y Financiamiento en el País

En el primer trimestre de 2015, las fuentes de recursos financieros de la economía se incrementaron a un ritmo similar al observado en el trimestre previo. Este comportamiento estuvo explicado por un mayor ritmo de expansión de las fuentes internas y una moderación en el dinamismo de las fuentes externas.

En relación con las fuentes internas, el saldo del ahorro financiero interno –definido como el saldo del agregado monetario M4 en poder de residentes menos el saldo de billetes y monedas en poder del público– mostró un ritmo de crecimiento superior al registrado en el trimestre previo (Gráfica 25a). Lo anterior fue reflejo, principalmente, del mayor dinamismo del componente obligatorio, toda vez que el ahorro financiero voluntario registró una tasa de expansión ligeramente mayor a la del trimestre anterior (Gráfica 25b).

La base monetaria registró un incremento en su ritmo de expansión anual en comparación con el trimestre previo, influido por el efecto temporal que se presenta ante la intensificación de las campañas electorales, así como por el aumento de la demanda de dinero por parte del público asociado al periodo vacacional de Semana Santa.⁵ Adicionalmente, la elevada tasa de crecimiento que ha presentado la base monetaria en los últimos trimestres también parecería haber sido afectada por las modificaciones al marco regulatorio y tributario que tuvieron lugar en 2014, que pudieron haber llevado a algunos agentes económicos a utilizar efectivo en sustitución de otros medios de pago (ver Recuadro 2).

⁵ La base monetaria se define como el saldo de billetes y monedas en circulación más los depósitos bancarios en cuenta corriente en el Banco de México.

Recuadro 2 Evolución Reciente de la Base Monetaria y los Medios de Pago

1. Introducción

En 2014, ante un entorno en que la actividad económica presentó una moderada recuperación en su ritmo de expansión, la inflación aumentó a niveles ligeramente superiores a 4 por ciento y las tasas de interés alcanzaron niveles históricamente bajos, la base monetaria registró un incremento en su tasa de crecimiento. Dado el papel del Banco de México como emisor del dinero que se utiliza en la economía y la importancia que reviste no crear un exceso de oferta monetaria para el cumplimiento del objetivo de inflación, es importante entender los factores que explican la reciente evolución de la base monetaria. Si bien los cambios señalados en el entorno macroeconómico contribuyen a explicar parte del aumento en la demanda de dinero en 2014, no son suficientes para capturar el cambio en la dinámica de la base monetaria.

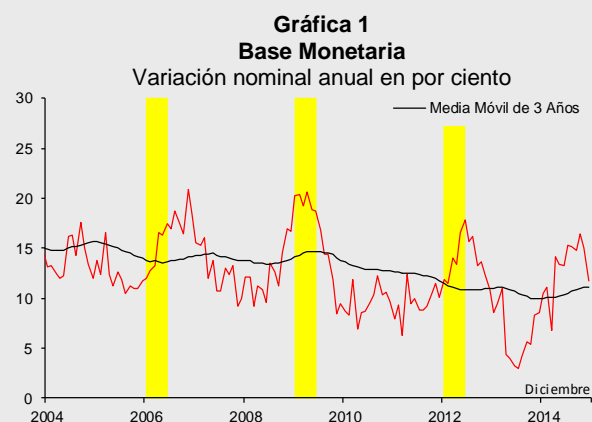
Este Recuadro tiene por objeto mostrar que las medidas fiscales y la regulación relacionada con diversos medios de pago –medidas que entraron en vigor a partir del 1 de enero de 2014– llevaron a los individuos a incrementar su uso de efectivo y a reducir la utilización de otros medios de pago. Para ello, primero se describe la evolución reciente de la base monetaria. Después, se enuncian las principales modificaciones al marco fiscal y regulatorio que entraron en vigor en 2014 y que pudieron haber tenido un impacto sobre la dinámica de la base monetaria, así como la de los medios de pago electrónicos y los cheques. Finalmente, se muestra evidencia de cambios en la dinámica de los retiros de billetes a través de cajeros automáticos y en el patrón de uso de los medios de pago distintos al efectivo, en especial de las transacciones con tarjetas de crédito. Además, se muestra que el incremento en la demanda de dinero fue relativamente mayor en las localidades ubicadas en los estados fronterizos, las cuales se vieron proporcionalmente más afectadas por la Reforma Hacendaria de 2014. Es pertinente señalar que los billetes y las monedas en circulación representan prácticamente el 100 por ciento de la base monetaria.

Los resultados principales de este análisis muestran que en 2014 la tasa de crecimiento de la base monetaria fue particularmente elevada en comparación con la registrada en años previos. En efecto, en congruencia con las modificaciones al marco tributario y regulatorio que entraron en vigor en 2014 y que podrían haber incentivado a la población a usar más efectivo en sustitución de otros medios de pago, se encuentra que en el año: i) aumentaron los retiros de billetes en cajeros automáticos; ii) se redujo el monto

de transacciones realizadas con otros medios de pago, particularmente las tarjetas de crédito; y, iii) los estados fronterizos registraron un incremento en la demanda por efectivo proporcionalmente más elevado que el resto de los estados del país en 2014.

2. Evolución Reciente de la Base Monetaria

La evolución de la base monetaria en 2014 se caracterizó por una tasa de crecimiento por encima de su tendencia, algo que típicamente se ha observado solo en años electorales (Gráfica 1).¹ Así, la aceleración en el ritmo de expansión de la base monetaria en 2014, año no electoral, se dio de manera gradual y por causas aparentemente ajenas a la evolución de la actividad económica, la inflación y las tasas de interés.



Fuente: Banco de México.

Nota: Las áreas sombreadas se refieren a los seis meses previos al mes de las elecciones de 2006, 2009 y 2012.

3. Cambios en la Legislación con Posibles Impactos sobre el Uso de Efectivo

El mayor crecimiento de la base monetaria podría obedecer a los cambios en el marco tributario y regulatorio que tuvieron lugar en 2014, los cuales pudieron haber generado incentivos para aumentar la demanda de dinero. En particular:

- i. **Cambios en deducciones autorizadas sobre el ISR.** La aplicación de un monto máximo a las deducciones personales sobre el ISR de personas físicas podría haber generado incentivos a incrementar el uso de efectivo. Por un lado, disminuye los incentivos a utilizar pagos

¹ Véase Recuadro 3 del Informe sobre la Inflación Octubre - Diciembre 2006.

electrónicos y exigir comprobantes fiscales y, por otro, incrementa el beneficio del prestador del

servicio al negociar el precio y recibir el pago en efectivo con el fin de evadir el pago de impuestos.

- ii. **Percepción de una mayor fiscalización.** Las mayores atribuciones de fiscalización incluidas en la Reforma Hacendaria podrían haber llevado a algunos individuos a sustituir el uso de medios de pago electrónicos por billetes y monedas para asegurar, por ejemplo, que sus erogaciones por pagos con tarjeta de crédito sean congruentes con los ingresos fiscales declarados.
- iii. **Incremento del IVA en la frontera.** La homologación del IVA en la frontera del 11 por ciento al 16 por ciento podría haber generado incentivos a incrementar el uso de efectivo para evitar el pago del impuesto correspondiente. Esta modificación al marco tributario podría ocasionar que el alza de la demanda de efectivo sea proporcionalmente mayor en las localidades próximas a la frontera, dado que, éstas enfrentan dicha modificación en adición al resto de las medidas contempladas en la Reforma Hacendaria.
- iv. **Reducción al monto máximo de cheques al portador (de 20 mil a 5 mil pesos).** Esta medida pudo llevar a los individuos acreedores de un pago mayor a 5 mil pesos a solicitar el pago en efectivo. Ello, con el objetivo de evitar recibir un cheque nominativo que sea sujeto de fiscalización.

En suma, las modificaciones al panorama fiscal y regulatorio pudieron haber favorecido un mayor uso de billetes y monedas, lo que habría dado lugar a un incremento en la disposición de efectivo de cajeros automáticos y a reducciones en el uso de medios de pago alternativos al efectivo.

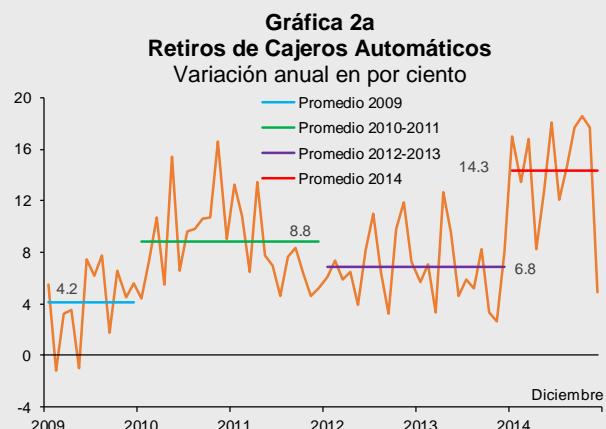
4. Evolución Reciente de los Medios de Pago

Para identificar si los cambios regulatorios señalados podrían haber inducido una sustitución en el uso de medios de pago distintos al efectivo por billetes y monedas, se analiza el comportamiento de: (1) los retiros a través de cajeros automáticos; (2) las transacciones en terminal punto de venta con tarjetas de crédito; (3) las transferencias por SPEI de bajo valor; y (4) las transacciones con cheques.

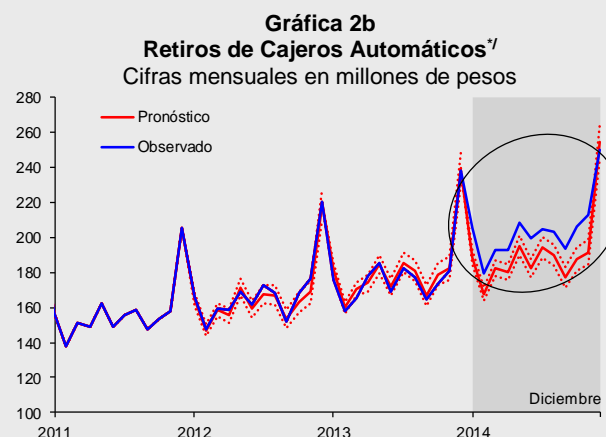
A fin de investigar si existe evidencia estadística de que el comportamiento de los medios de pago distintos al efectivo ha observado cambios en 2014 respecto de su historia reciente, se realizó un ejercicio contrafactual que permite comparar la trayectoria observada de cada serie con la que se esperaría de acuerdo a un modelo de pronóstico estándar que considera un término autorregresivo, así como una variable de actividad económica y variables estacionales. En estos

ejercicios, el pronóstico para cada año se elaboró con información a diciembre del año previo.²

En 2014, los retiros de billetes en cajeros automáticos registraron un incremento importante en su ritmo de expansión, de tal forma que la variación anual de esta serie fue la más elevada desde 2008 (Gráfica 2a). Los retiros de billetes en cajeros automáticos observados en dicho año estuvieron por encima de una desviación estándar respecto a lo esperado, mientras que en años previos este modelo típicamente tuvo un buen ajuste estadístico (Gráfica 2b).



Fuente: Asociación de Bancos de México.



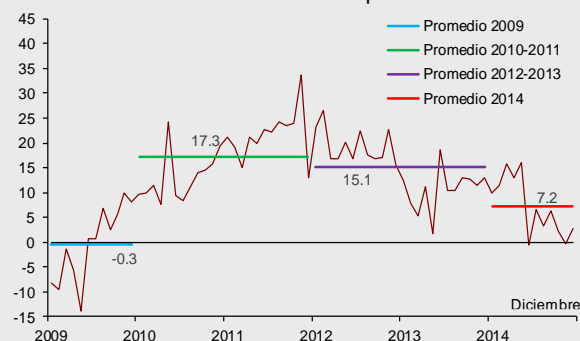
Fuente: Banco de México.

^{*/} El modelo usado para pronosticar incluye dos rezagos autorregresivos, IGAE y términos estacionales. Las líneas punteadas indican el intervalo de confianza de una desviación estándar respecto al pronóstico central.

² Este modelo general intenta capturar los aspectos más importantes de la dinámica de las diferentes series evaluadas. Como se ilustra, el ajuste estadístico en años previos a 2014, en general, es bueno, incluso utilizando un intervalo de confianza estrecho. Así, se considera que el dato observado es estadísticamente distinto del proyectado si se encuentra fuera del intervalo de confianza de una desviación estándar de la serie proyectada.

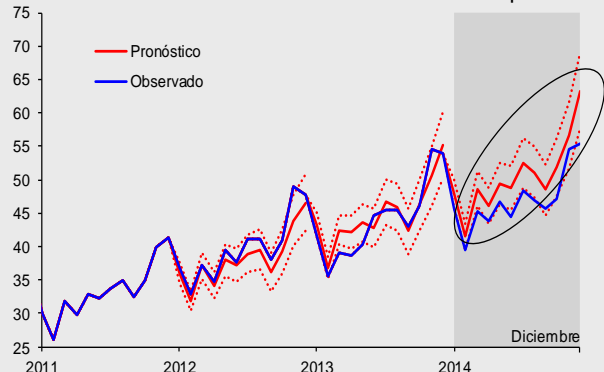
Si bien los pagos con tarjeta de crédito han venido moderando su ritmo de expansión en los últimos años, es a partir de finales de 2013 cuando se observa un menor dinamismo, en contraste con lo que se esperaba dado el repunte de la actividad económica en 2014 (Gráfica 3a). En particular, en dicho año los valores observados de la facturación de tarjetas de crédito fueron inferiores respecto a su pronóstico (Gráfica 3b).

Gráfica 3a
Transacciones en Terminal Punto de Venta con Tarjetas de Crédito
 Variación anual en por ciento



Fuente: Banco de México.

Gráfica 3b
Facturación de Tarjetas de Crédito^{1/}
 Cifras mensuales en miles de millones de pesos



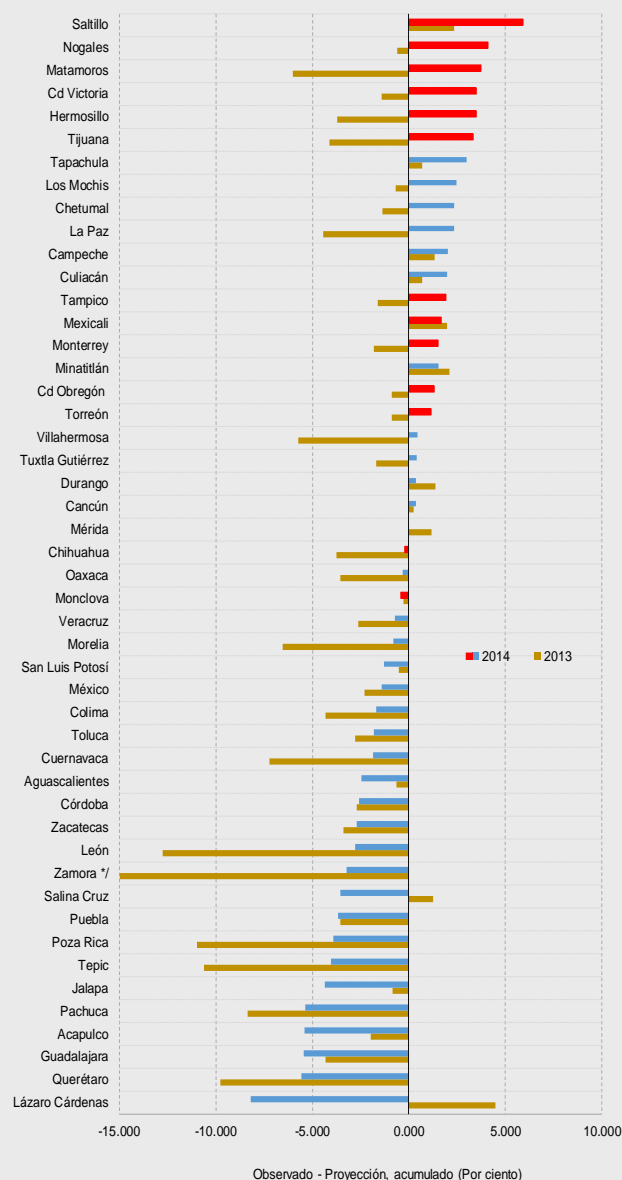
Fuente: Banco de México.

^{1/} El modelo usado para pronosticar incluye dos rezagos autorregresivos, IGAE y términos estacionales. Las líneas punteadas indican el intervalo de confianza de una desviación estándar respecto al pronóstico central.

En complemento a lo anterior, la evidencia también sugiere que en 2014 se observaron disminuciones respecto de años previos en las transacciones con otros medios de pago, particularmente en el crecimiento de los pagos a terceros menores a 50 mil pesos que se liquidan en SPEI –los cuales serían más susceptibles a ser sustituidos por efectivo– y el monto promedio por cheque. Las trayectorias observadas en

2014 para estos indicadores estuvieron por debajo de su pronóstico correspondiente, en especial durante la primera mitad del año.³

Gráfica 4
Observado - Proyección del Flujo de Billetes por Plaza
 Por ciento



Nota: En 2014, las barras rojas se refieren a ciudades localizadas en estados de la frontera norte, mientras que las barras azules corresponden al resto de las ciudades de la muestra. Las barras café se refieren a 2013.

^{1/} Para 2013, el dato es -29.3 por ciento.

³ Por motivos de espacio no se muestran las gráficas similares a 2a, 2b, y 3a, 3b.

5. Uso de Efectivo a Nivel Regional

Si bien los incrementos en la demanda por efectivo derivados de la Reforma Hacendaria deberían observarse en todo el país, este efecto pudo haber sido más marcado en los estados fronterizos, especialmente los del norte, como consecuencia de la homologación del IVA en la frontera. Para identificar posibles diferencias en el flujo neto de billetes por plaza, se proyectó el comportamiento esperado de los flujos netos de billetes durante 2013 y 2014. Los resultados sugieren que la diferencia entre la proyección y el dato observado fue mayor para las plazas del norte del país en 2014, patrón que no se observó en 2013 (Gráfica 4).⁴ Ello sugiere que en 2014 hubo factores adicionales que incrementaron la demanda de efectivo en las plazas del norte, lo que, dada la evidencia previa, se podría atribuir a los cambios en el marco regulatorio.

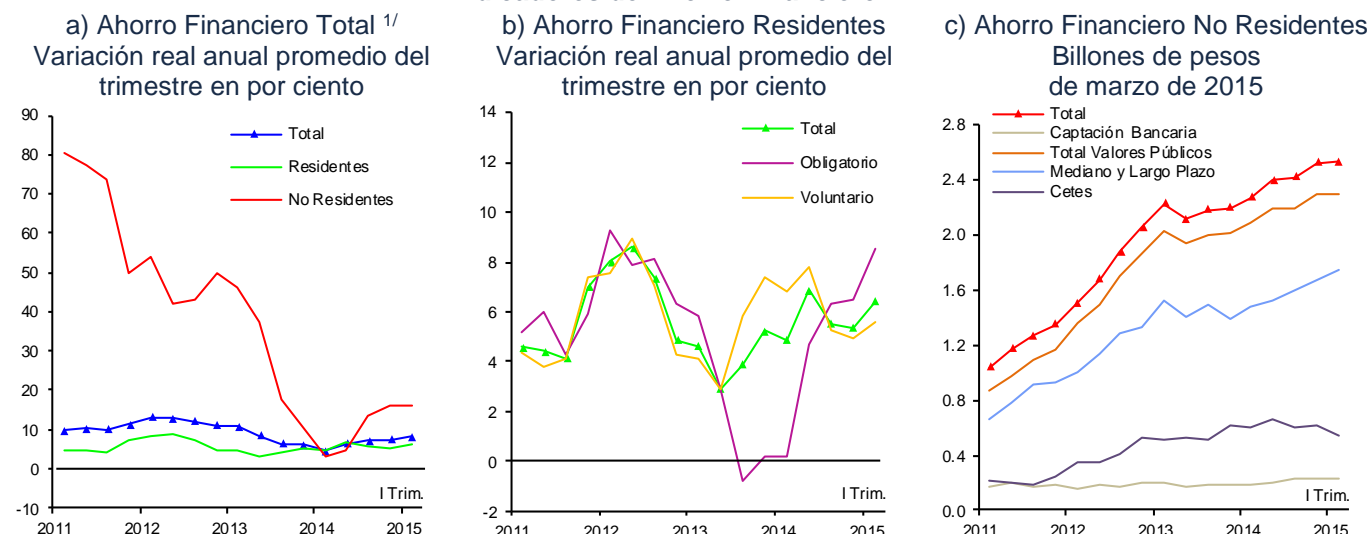
⁴ Las proyecciones se estimaron con un modelo de panel dinámico estimado por el Método Generalizado de Momentos con controles estacionales. Los estados del norte tienen índices más altos de formalidad laboral, con lo que es probable que las modificaciones al marco regulatorio implementadas en 2014 hayan llevado a la población formal a evitar dejar registro de sus pagos, lo que incrementaría el uso de efectivo.

6. Consideraciones Finales

Los resultados que se presentan en este Recuadro indican que la base monetaria incrementó su ritmo de expansión en 2014. Dicho aumento no pareció obedecer exclusivamente a los cambios en el entorno macroeconómico, sino muy factiblemente también a las modificaciones al marco tributario y regulatorio, particularmente la Reforma Hacendaria y la regulación sobre el monto máximo para cheques al portador. Además de impulsar la demanda de efectivo, estas medidas pudieron haber tenido un impacto a la baja sobre el uso de otros medios de pago distintos al efectivo, como resultado de una posible sustitución del uso de estos medios de pago por billetes y monedas.

Las fuentes externas de recursos mostraron un menor dinamismo en el trimestre de referencia, lo que obedeció, principalmente, a una disminución en el flujo de recursos del exterior destinados a financiar a las empresas privadas no financieras. En lo que concierne al ahorro financiero de no residentes, si bien la tenencia de valores gubernamentales se mantuvo estable respecto al trimestre anterior, se observaron cambios en su composición (Gráfica 25c). En particular, mientras que su cartera de valores gubernamentales de mediano y largo plazo continuó incrementándose –como reflejo de la confianza de los inversionistas en la fortaleza del marco macroeconómico de la economía mexicana–, la tenencia de Cetes se redujo marginalmente.

Gráfica 25
Indicadores de Ahorro Financiero



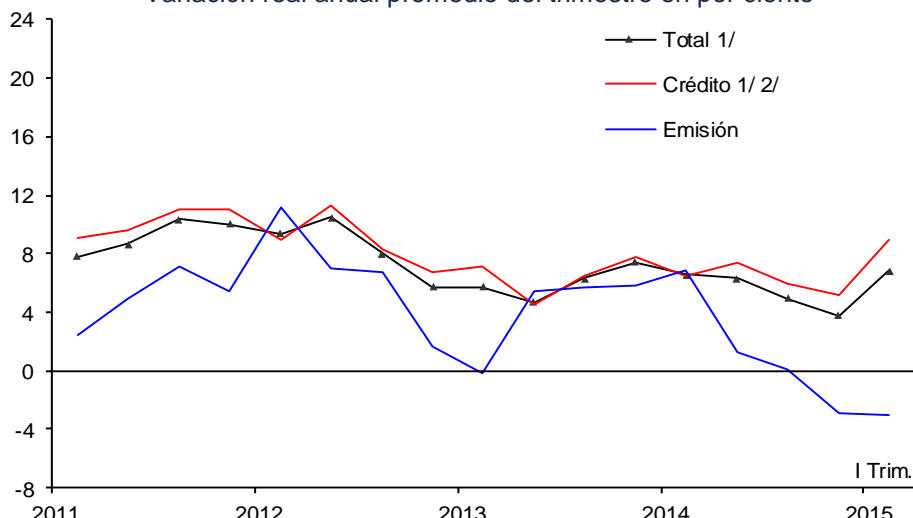
1/ Se define como el agregado monetario M4 menos el saldo de billetes y monedas en poder del público.
Fuente: Banco de México.

En cuanto a la utilización de recursos financieros de la economía, tanto los Requerimientos Financieros del Sector Público (RFSP) al primer trimestre de 2015, como el financiamiento a los estados y municipios, fueron similares a los observados el trimestre anterior. Por su parte, la acumulación de reservas internacionales fue inferior a la que se registró en el periodo octubre - diciembre de 2014. Esto se debió a las menores ventas de dólares de Pemex al Banco de México, así como a las subastas de dólares al mercado que ha venido implementando este Instituto Central a partir de las directrices de la Comisión de Cambios.

En lo que concierne al financiamiento al sector privado no financiero, éste presentó un incremento en sus tasas de crecimiento durante el trimestre que se reporta. Por un lado, el financiamiento a las empresas privadas no financieras registró un ritmo de expansión mayor al observado durante el periodo octubre - diciembre de 2014, lo que obedeció a una recuperación del financiamiento interno (Gráfica 26). En particular, el crédito otorgado por la banca comercial registró un incremento en su tasa de crecimiento real anual promedio, ubicándose en 7.4 por ciento en el primer trimestre de 2015, cifra mayor al 3.4 por ciento observado en el último trimestre de 2014. Asimismo, el crédito directo otorgado por la banca de desarrollo mostró tasas de crecimiento mayores que el trimestre anterior (Gráfica 27a). En este entorno,

las tasas de interés y los índices de morosidad asociados al crédito a empresas se mantuvieron en niveles bajos y estables (Gráfica 27b y Gráfica 27c).

Gráfica 26
Financiamiento Interno a las Empresas Privadas No Financieras
 Variación real anual promedio del trimestre en por ciento

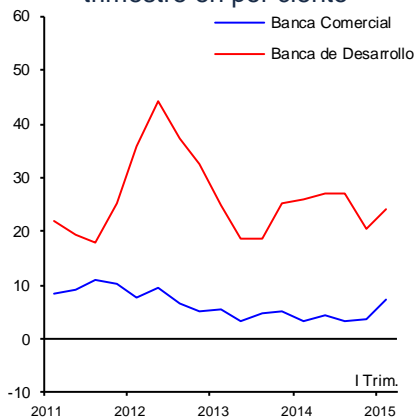


1/ Estas cifras se afectan por la desaparición de algunos intermediarios financieros no bancarios y su conversión a sofomes no reguladas.
 2/ Se refiere a la cartera vigente y vencida. Incluye el crédito de la banca comercial y de desarrollo, así como de otros intermediarios financieros no bancarios.
 Fuente: Banco de México.

Gráfica 27
Crédito de la Banca a las Empresas Privadas No Financieras

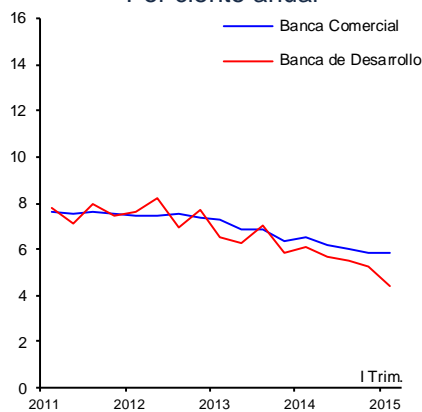
a) Crédito Vigente de la Banca a las Empresas Privadas No Financieras

Variación real anual promedio del trimestre en por ciento



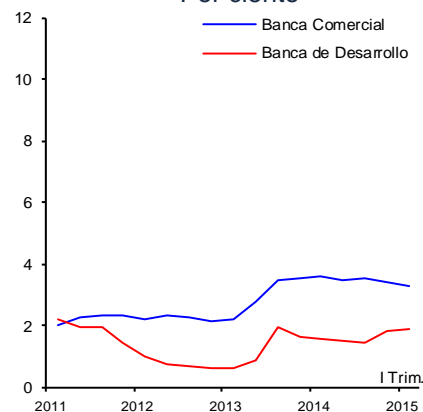
b) Tasas de Interés Promedio del Trimestre de Nuevos Créditos de la Banca a las Empresas Privadas No Financieras 1/

Por ciento anual



c) Índices de Morosidad Promedio del Trimestre del Crédito de la Banca a las Empresas Privadas No Financieras 2/

Por ciento



1/ Se refiere a la tasa de interés de nuevos créditos de la banca a las empresas privadas no financieras, ponderada por el saldo asociado de crédito vigente para todos los plazos solicitados.
 2/ El índice de morosidad (IMOR) se define como el saldo de la cartera vencida entre el saldo de la cartera total.
 Fuente: Banco de México.

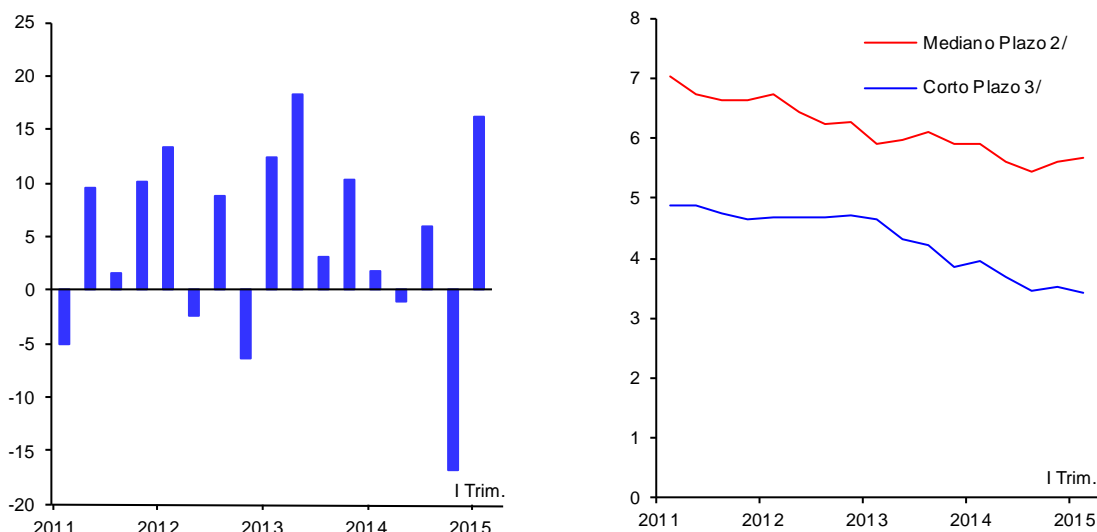
Por su parte, si bien el financiamiento a las empresas a través del mercado de valores registró una tasa de crecimiento real anual similar a la del trimestre anterior,

en el margen mostró un repunte significativo, particularmente por la mayor colocación de deuda de mediano y largo plazo. En efecto, el monto total colocado en el periodo enero - marzo de este año, neto de amortizaciones, fue de 16.1 mmp, mientras que en octubre - diciembre de 2014 fue negativo en 16.7 mmp (Gráfica 28a). En términos brutos, la emisión de instrumentos de mediano y largo plazo fue de 25.4 mmp en los primeros tres meses de 2015, siendo la más elevada que se haya registrado en un primer trimestre, superando incluso la observada en ese mismo periodo de 2012 (19.0 mmp). Lo anterior, en un entorno en el que las tasas de interés de los instrumentos de deuda privada, en general, se mantuvieron sin cambios significativos en el margen, lo que sugiere que no se han observado condiciones de astringencia en ese mercado (Gráfica 28b).

Gráfica 28

Valores de Empresas Privadas No Financieras en el Mercado Interno

- a) Colocación Neta de Valores a Mediano Plazo de Empresas Privadas No Financieras ^{1/}
Miles de millones de pesos
- b) Tasas de Interés Promedio del Trimestre de Valores de Empresas Privadas No Financieras
Por ciento anual



1/ Colocaciones menos amortizaciones (vencimientos y prepagos) en el trimestre.

2/ Colocaciones con un plazo mayor a un año.

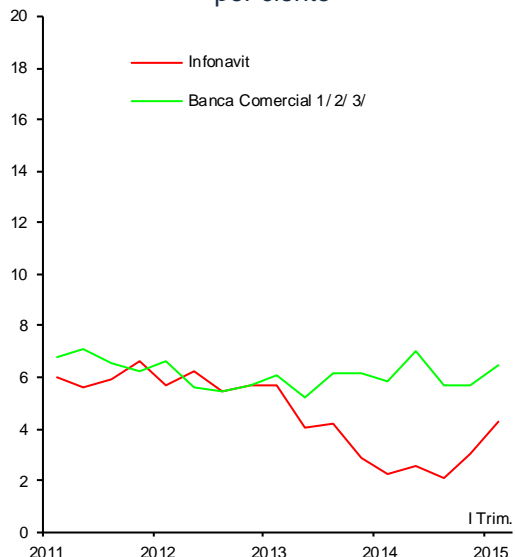
3/ Colocaciones con un plazo de hasta un año.

Fuente: Banco de México, con información de Valmer e Indeval.

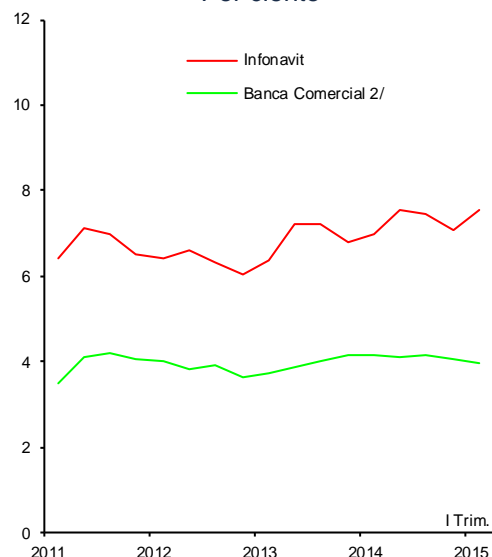
Por otro lado, el crédito a los hogares se expandió a tasas relativamente más elevadas en comparación con las registradas en octubre - diciembre de 2014. En particular, el crédito otorgado por el Infonavit mostró un repunte en su ritmo de crecimiento, ubicándose en 4.3 por ciento en términos reales anuales, mayor que el 3.0 por ciento observado en el trimestre anterior. El crédito hipotecario de la banca comercial y sus sofomes también presentó un mayor dinamismo, expandiéndose a una tasa real anual promedio de 6.5 por ciento en el periodo que se reporta, superior a la de 5.7 por ciento que se registró el trimestre previo (Gráfica 29a). Ello, en un entorno de relativa estabilidad en las tasas de interés y los índices de morosidad correspondientes (Gráfica 29b).

Gráfica 29
Crédito a la Vivienda

a) Crédito Vigente a la Vivienda
Variación real anual promedio del trimestre en
por ciento



b) Índices de Morosidad Promedio del Trimestre
del Crédito a la Vivienda ^{4/}
Por ciento



1/Las cifras se ajustan para no ser distorsionadas por el efecto 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.

2/Se incluyen a las sofomes de la banca comercial.

3/Las cifras se ajustan para no verse afectadas por la incorporación de algunas sofomes reguladas a la estadística de crédito bancario.

4/El índice de morosidad (IMOR) se define como el saldo de la cartera vencida entre el saldo de la cartera total.

Fuente: Banco de México.

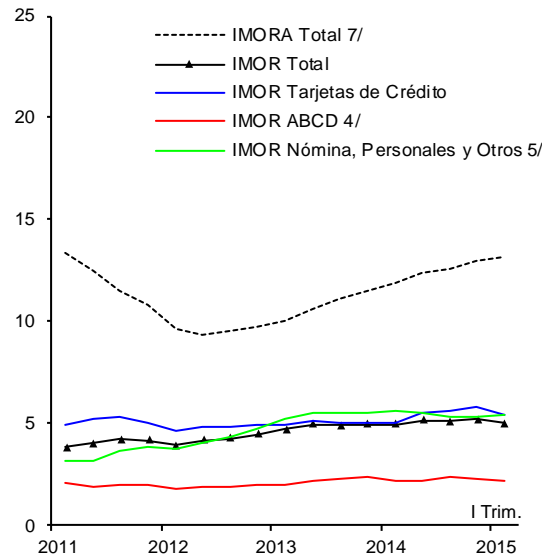
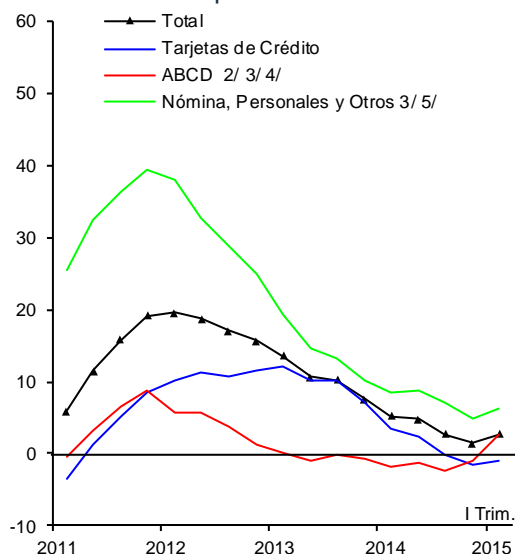
En lo que toca al crédito al consumo, éste mostró un repunte en sus tasas de expansión durante el primer trimestre de 2015. La cartera de crédito vigente de la banca comercial a este segmento creció a una tasa real anual promedio de 2.6 por ciento, por encima del 1.4 por ciento observado en el cuarto trimestre de 2014 (Gráfica 30a). Ello obedeció, en buena medida, al mayor dinamismo de los créditos de nómina. En este entorno, las tasas de interés y los índices de morosidad correspondientes se mantuvieron prácticamente sin cambios. No obstante, el índice de morosidad ajustado –que considera los castigos de cartera acumulados en los últimos 12 meses– continúa mostrando un deterioro (Gráfica 30b). Hacia adelante, será importante vigilar que este indicador se estabilice.

Gráfica 30

Crédito de la Banca Comercial al Consumo

a) Crédito Vigente de la Banca Comercial al Consumo ^{1/}
 Variación real anual promedio del trimestre en por ciento

b) Índices de Morosidad Promedio del Trimestre del Crédito de la Banca Comercial al Consumo ^{1/ 6/}
 Por ciento



1/ Incluye la cartera de crédito de las sofomes reguladas de tarjetas de crédito: Tarjetas Banamex, Santander Consumo, Banorte-Ixe Tarjetas y Sociedad Financiera Inbursa.
 2/ Entre junio de 2010 y mayo de 2011, las cifras se ajustan para no verse distorsionadas por la compra de cartera automotriz de una institución bancaria.
 3/ A partir de julio de 2011, las cifras se ajustan para no verse distorsionadas por la reclasificación de ABCD a otros créditos al consumo por parte de una institución bancaria.
 4/ Incluye crédito para la adquisición de bienes muebles y crédito automotriz.
 5/ Otros se refiere a créditos para operaciones de arrendamiento capitalizable y otros créditos al consumo.
 6/ El índice de morosidad (IMOR) se define como el saldo de la cartera vencida entre el saldo de la cartera total.
 7/ El índice de morosidad ajustado (IMORA) se define como el saldo de la cartera vencida más castigos acumulados en los últimos 12 meses entre el saldo de la cartera total más castigos acumulados en los últimos 12 meses.
 Fuente: Banco de México.

Ante el entorno macroeconómico descrito en este Informe, que considera condiciones financieras externas más astringentes y precios del petróleo más bajos que en años previos, conviene hacer una reflexión sobre la evolución de las fuentes y los usos de los recursos financieros en la economía. En el Cuadro 2 se presenta el cierre anual para 2014 y un ejercicio prospectivo para 2015. En particular, el ejercicio presentado en el Informe anterior se actualiza para incorporar nueva información respecto a dos aspectos relevantes. En primer lugar, se consideran las metas fiscales que la Secretaría de Hacienda y Crédito Público (SHCP) presentó en marzo en el documento relativo al cumplimiento de las disposiciones contenidas en el Artículo 42, fracción I, de la Ley Federal de Presupuesto y Responsabilidad Hacendaria (Pre-Criterios). En segundo lugar, se incorpora la decisión de la Comisión de Cambios de reducir el ritmo de acumulación de reservas internacionales entre marzo y junio mediante la venta de dólares al mercado por parte del Banco de México a través de subastas diarias sin precio mínimo.⁶ Como ya se ha señalado en informes anteriores, este ejercicio de fuentes y usos de recursos financieros de la economía permite ilustrar la importancia de mantener los esfuerzos en torno al proceso de consolidación fiscal en nuestro país, ya que ello

⁶ Véase Comunicado de Prensa de la Comisión de Cambios del 11 de marzo de 2015.

se reflejará en una mayor disponibilidad de recursos para el sector privado. En particular:

- i. Para el cierre de 2014, el flujo anual de las fuentes de recursos financieros se incrementó a 10.3 por ciento del PIB en comparación con el 8.5 por ciento observado en 2013 (Cuadro 2). Ello como resultado de un aumento tanto de las fuentes internas, como de las fuentes externas de recursos respecto al año previo.

En relación con la utilización de dichos recursos, a pesar del incremento en las fuentes, el flujo de financiamiento al sector privado fue de 2.4 por ciento del PIB, inferior al 3.9 por ciento registrado en 2013. Lo anterior, en un contexto en que los recursos destinados al sector público –la suma de los RFSP y el financiamiento a los estados y municipios– se incrementaron de 3.4 por ciento del PIB en 2013 a 4.2 por ciento en 2014, así como de un aumento en los recursos para financiar la acumulación de reservas internacionales de 1.0 a 1.3 por ciento del PIB.

- ii. Para el cierre de 2015, se espera que el flujo anual de las fuentes de recursos financieros se ubique en 8.2 por ciento del PIB en comparación con el 10.3 por ciento observado en 2014 (Cuadro 2). Esta disminución reflejaría una menor disponibilidad de recursos financieros del exterior –la cual se reduciría de 4.4 a 2.2 por ciento del PIB– ante condiciones financieras más astringentes en los mercados internacionales dada la expectativa de incrementos en las tasas de interés de Estados Unidos. Por el contrario, se anticipa una expansión modesta en las fuentes internas de recursos financieros de 5.9 a 6.0 por ciento del PIB, en un contexto de mayor crecimiento de la actividad económica.

La disminución esperada en las fuentes de financiamiento se prevé que lleve a una menor disponibilidad de recursos para financiar al sector privado en 2015. En los Pre-Criterios, la SHCP estima que los RFSP se situarán en 4 por ciento del PIB en 2015. Con ello, la utilización de recursos por parte del sector público –incluyendo los RFSP y el financiamiento a los estados y municipios– pasaría de 4.2 por ciento del producto en 2014 a 4.3 por ciento en 2015. La disminución en la acumulación de reservas internacionales –debido a las menores ventas de dólares de Pemex al Banco de México y a la introducción del mecanismo de subastas de dólares sin precio mínimo–, que se estima pase de 1.3 por ciento del PIB en 2014 a 0.8 por ciento en 2015, permitirá compensar parcialmente el efecto de la reducción en las fuentes de recursos sobre el financiamiento disponible para el sector privado.⁷ Sin embargo, se estima que éste disminuya de 2.4 por ciento del producto en 2014 a 2.2 por ciento en 2015.

Al respecto, es importante señalar que esta disminución se daría en un entorno de recuperación de la actividad económica que presumiblemente llevaría a una mayor demanda de crédito por parte del sector privado, lo

⁷ En este ejercicio prospectivo de fuentes y usos de recursos financieros de la economía, se supone que el mecanismo de subastas diarias de dólares sin precio mínimo se mantiene vigente del 11 de marzo al 8 de junio de 2015, tal como lo estableció la Comisión de Cambios (véase Comunicado de Prensa del 11 de marzo de 2015).

que podría verse reflejado en presiones al alza en las tasas de interés de los mercados de crédito.

Cuadro 2
Fuentes y Usos de Recursos Financieros de la Economía
Porcentaje del PIB

	Flujos anuales					
	2010	2011	2012	2013	2014	2015 ^{e/}
Total de Recursos	9.4	10.1	9.9	8.5	10.3	8.2
Fuentes Internas	4.1	5.7	4.4	4.7	5.9	6.0
M4 Voluntario	2.6	4.2	3.0	4.1	4.2	4.7
M4 Obligatorio	1.5	1.5	1.4	0.7	1.7	1.3
Fuentes Externas	5.3	4.4	5.5	3.7	4.4	2.2
M4 no Residentes	2.9	3.0	4.5	1.3	2.3	0.5
Valores y Crédito del Exterior ^{1/}	2.5	1.4	1.0	2.4	2.1	1.7
Total de Usos	9.4	10.1	9.9	8.5	10.3	8.2
Reserva Internacional ^{2/}	2.2	2.4	1.8	1.0	1.3	0.8
Financiamiento al Sector Público	3.8	2.9	3.7	3.4	4.2	4.3
Requerimientos Financieros del Sector Público (RFSP) ^{3/}	3.4	2.7	3.2	3.0	4.0	4.0
Estados y Municipios	0.4	0.3	0.5	0.4	0.2	0.3
Financiamiento al Sector Privado	2.7	3.6	3.0	3.9	2.4	2.2
Externo	0.7	0.9	0.7	1.5	0.7	0.4
Interno ^{4/}	2.0	2.8	2.4	2.4	1.7	1.8
Otros Conceptos ^{5/}	0.8	1.1	1.4	0.2	2.4	0.9

Nota: La suma de las partes puede no coincidir con el total debido al redondeo. Cifras expresadas en por ciento del PIB nominal promedio anual. En la información de flujos (revalorizados) se elimina el efecto de las variaciones del tipo de cambio.

e/ Cifras estimadas. Se expresan en por ciento del PIB nominal promedio anual estimado por el Banco de México.

1/ Incluye el endeudamiento externo del Gobierno Federal, de organismos y empresas públicas y PIDIREGAS externos, los pasivos externos de la banca comercial y el financiamiento al sector privado no financiero.

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

3/ De 2010 a 2014, los Requerimientos Financieros del Sector Público (RFSP) corresponden a los datos reportados por la SHCP. El dato de 2015 corresponde al publicado en el documento relativo al cumplimiento de las disposiciones contenidas en el Artículo 42, fracción I, de la Ley Federal de Presupuesto y Responsabilidad Hacendaria (Pre-Criterios).

4/ Cartera total de los intermediarios financieros, del Instituto del Fondo Nacional de la Vivienda para los Trabajadores (Infonavit) y del Fondo de la Vivienda del ISSSTE (Fovissste), así como la emisión de deuda interna.

5/ Incluye cuentas de capital y resultados y otros activos y pasivos de la banca comercial y de desarrollo, del Banco de México, de los intermediarios financieros no bancarios y del Infonavit, pasivos no monetarios del IPAB, el efecto del cambio en la valuación de los instrumentos de deuda pública, así como los ingresos no recurrentes del sector público provenientes de la adquisición neta de activos y pasivos financieros, entre otros conceptos.

Fuente: Banco de México.

El ejercicio anterior resalta la importancia de disminuir los Requerimientos Financieros del Sector Público en los siguientes años con miras a liberar recursos que permitan un mayor financiamiento del sector privado. Ello, junto con el cambio en el entorno externo antes descrito, resalta la importancia del ajuste fiscal anunciado a través de un recorte en el gasto público para 2015 y un reordenamiento del mismo a partir del ejercicio presupuestal de 2016. En particular, el ajuste fiscal propuesto se espera:

- Contribuya a un tránsito ordenado de la economía a un nuevo entorno donde se anticipa que los ingresos petroleros permanecerán bajos por un periodo prolongado.
- Coadyuve a que la depreciación del tipo de cambio real ante el choque adverso a los términos de intercambio por la caída en el precio del petróleo se lleve a cabo de una manera eficiente y con los menores costos para la sociedad en términos de actividad económica.

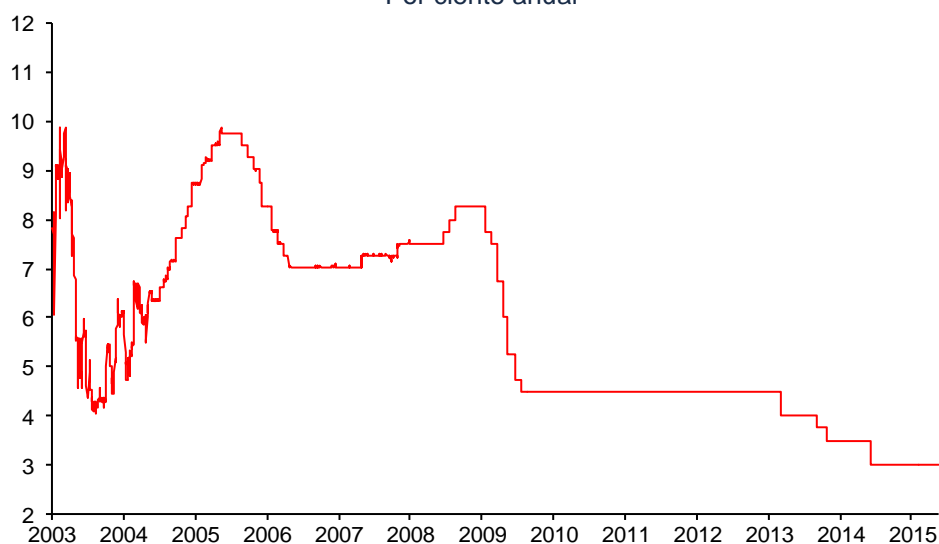
- Al eliminar gasto no esencial y posibles duplicidades hacia adelante, privilegie el gasto en inversión pública, lo cual promoverá el crecimiento económico de mediano y largo plazo.
- Represente un avance para estabilizar la razón de deuda pública sobre el PIB, al fortalecer la confianza sobre la sustentabilidad de la postura fiscal en el mediano plazo. No obstante, es importante resaltar que la trayectoria de dicha razón depende de la evolución de la actividad económica. Es por ello que permanece como un riesgo la posibilidad de que se observe un crecimiento económico menor al anticipado, lo cual, de materializarse, haría necesario un mayor esfuerzo en términos de consolidación fiscal.

En suma, el proceso de consolidación fiscal apoya el fortalecimiento del marco macroeconómico, lo que resulta aún más relevante en un entorno externo incierto como el que enfrenta la economía mexicana. Adicionalmente, en un horizonte de mediano plazo, este proceso de consolidación fiscal, además de garantizar la sostenibilidad de la deuda pública, permitiría la canalización de mayores recursos financieros al sector privado y mitigaría posibles presiones en los mercados de crédito, en particular sobre las tasas de interés, y redundaría en una mayor tasa de crecimiento y de creación de empleos.

4. Política Monetaria y Determinantes de la Inflación

La política monetaria implementada por el Banco de México ha sido conducente a alcanzar un entorno de inflación baja y estable en México. Como resultado de lo anterior, la inflación se ubicó prácticamente en la meta de 3 por ciento durante el periodo que cubre este Informe. A la reducción de la inflación general en dicho periodo también contribuyeron el desvanecimiento del impacto sobre precios de las modificaciones fiscales del año previo y los efectos, tanto directos como indirectos, de las bajas en los precios de los servicios de telecomunicaciones y de algunos energéticos, así como la ausencia de presiones sobre la inflación provenientes de la demanda agregada. Lo anterior se ha dado en un contexto en el que la evolución de la inflación: no se ha visto afectada más allá de lo anticipado por la depreciación de la moneda nacional, sus expectativas no se han visto contaminadas y, por consiguiente, no se han presentado efectos de segundo orden sobre el proceso de formación de precios en la economía. No obstante, el entorno externo, caracterizado por la perspectiva de normalización de la política monetaria en los Estados Unidos, la incertidumbre asociada con este proceso y los bajos precios del petróleo, tiene el potencial de afectar el tipo de cambio, las expectativas de inflación y, eventualmente, la evolución de la misma, por lo que constituye un riesgo que no se puede ignorar. Considerando todo lo anterior, la Junta de Gobierno decidió mantener sin cambio en 3 por ciento el objetivo de la Tasa de Interés Interbancaria a un día en virtud de que ha estimado que la postura monetaria ha sido conducente a afianzar la convergencia de la inflación a la meta permanente de 3 por ciento (Gráfica 31).

Gráfica 31
Objetivo de la Tasa de Interés Interbancaria a 1 Día ^{1/}
Por ciento anual



^{1/} Hasta el 20 de enero de 2008 se muestra la Tasa de Interés Interbancaria a 1 día.

Fuente: Banco de México.

Entre los elementos que se tomaron en consideración para fundamentar las decisiones de política monetaria antes referidas destacan:

- a) La observación de que, ante el débil desempeño de la actividad económica, prevalecían condiciones de holgura en el mercado laboral, y

en la economía en general, y no se anticipaban presiones generalizadas sobre los precios provenientes de la demanda agregada.

- b) El hecho de que la evolución de las expectativas de inflación implícitas en las tasas de interés de instrumentos de mercado y de aquéllas procedentes de encuestas entre analistas económicos se mantuvieron bien ancladas.
- c) La evidencia de que el traspaso de movimientos cambiarios a los precios habría sido limitado.
- d) La evolución favorable de la inflación y la anticipación de que se mantendría cerca de 3 por ciento en los siguientes meses y que cerraría el año ligeramente por debajo de dicho nivel.

La postura de política monetaria implementada por el Banco de México forma parte de una estrategia integral de política macroeconómica conducente a atenuar el impacto sobre la economía nacional del complejo panorama externo, que se ha reflejado, primordialmente, en el comportamiento del tipo de cambio y de las tasas de interés de mediano y largo plazo. Como pilares de dicha estrategia destacan:

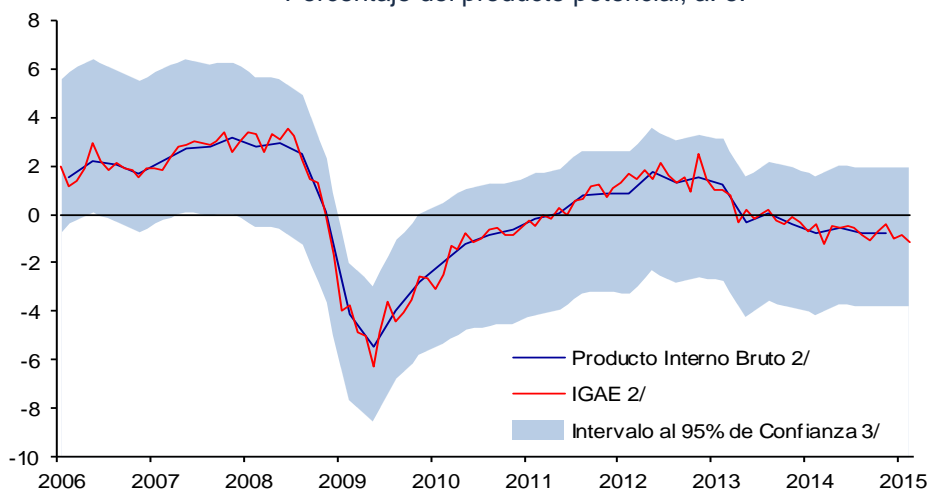
- En primer lugar, una política monetaria enfocada en la estabilidad de precios. Como parte de ello, el Instituto Central ha permanecido atento a que no se presenten efectos de segunda ronda sobre los precios derivados de una posible contaminación de las expectativas de inflación ante la depreciación de la moneda nacional.
- En segundo término, la Comisión de Cambios ha instrumentado dos mecanismos de intervención en el mercado cambiario orientados a reducir la volatilidad y preservar un funcionamiento ordenado de dicho mercado. El primero de ellos, en funcionamiento a partir del 9 de diciembre de 2014, ofrece diariamente 200 millones de dólares (m.d.) al mercado mediante subastas a un tipo de cambio mínimo equivalente al tipo de cambio FIX del día hábil inmediato anterior más 1.5 por ciento. El segundo de ellos, en funcionamiento a partir del 11 de marzo y tentativamente hasta el 8 de junio de 2015, ofrece diariamente 52 m.d. al mercado a través de subastas sin precio mínimo. Este mecanismo, en adición a complementar al primero en su objetivo de reducir la volatilidad cambiaria, ha redundado en una menor presión sobre las tasas de interés domésticas, ya que al reducirse el ritmo de acumulación de reservas internacionales, ha implicado una menor necesidad de llevar a cabo operaciones de esterilización.
- Finalmente, el tercer elemento corresponde al ya señalado proceso de consolidación fiscal anunciado por el Gobierno Federal. Dicha consolidación facilita que la depreciación en el tipo de cambio real se lleve a cabo de manera eficiente. Además, contribuye directa e indirectamente a la sostenibilidad de las finanzas públicas, dado que permitirá una menor presión sobre las tasas de interés, lo cual contribuirá a fortalecer la confianza en la economía mexicana.

En seguimiento a los determinantes de la inflación, el moderado ritmo de crecimiento que ha registrado la actividad económica en los últimos trimestres ha conducido a que prevalezcan condiciones de holgura en la economía, por lo que no se han presentado presiones generalizadas provenientes de la demanda

agregada sobre los precios en los principales mercados de insumos ni sobre las cuentas externas. En particular:

- a) La brecha del producto sigue en niveles negativos. No obstante, se prevé que gradualmente continúe cerrándose (Gráfica 32).⁸
- b) En el mercado laboral persisten condiciones de holgura.
- c) La tendencia negativa que se ha observado en el ingreso promedio real de la población ocupada, junto con la trayectoria creciente que ha registrado la productividad laboral, han conducido a que los costos unitarios de la mano de obra para la economía en su conjunto se mantengan en niveles bajos (Gráfica 33a).
- d) El incremento en la productividad laboral de la economía y la tendencia negativa de los costos unitarios de la mano de obra se ha derivado, principalmente, del comportamiento en el sector servicios, ya que la productividad en las actividades secundarias no muestra un crecimiento en los trimestres más recientes (Gráfica 33b y Gráfica 33c). No obstante, al interior de la producción industrial se observó que en el sector manufacturero la productividad ha registrado una trayectoria positiva, en tanto que los costos unitarios de la mano de obra permanecen en niveles bajos (Gráfica 33d).

Gráfica 32
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; véase Informe sobre la Inflación Abril - Junio 2009, Banco de México, pág. 74.

^{2/} Cifras del PIB al cuarto trimestre de 2014, cifras del IGAE a febrero de 2015.

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

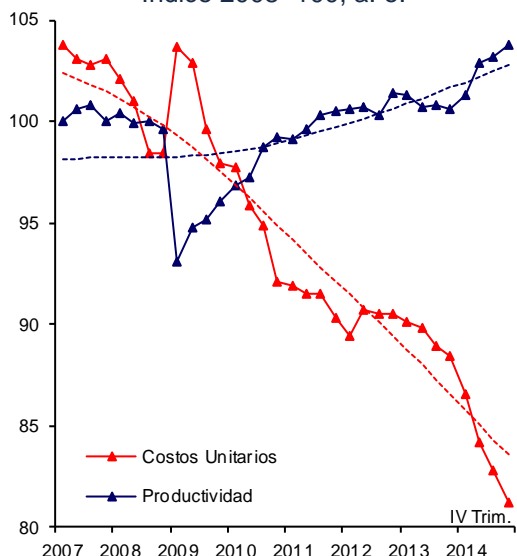
Fuente: Elaborado por Banco de México con información del INEGI.

⁸ Considerando que la estimación de este indicador está sujeta a cierto grado de incertidumbre, su interpretación debe ser cautelosa puesto que desde un punto de vista estadístico no presenta niveles significativamente diferentes de cero.

Gráfica 33

Productividad y Costo Unitario de la Mano de Obra

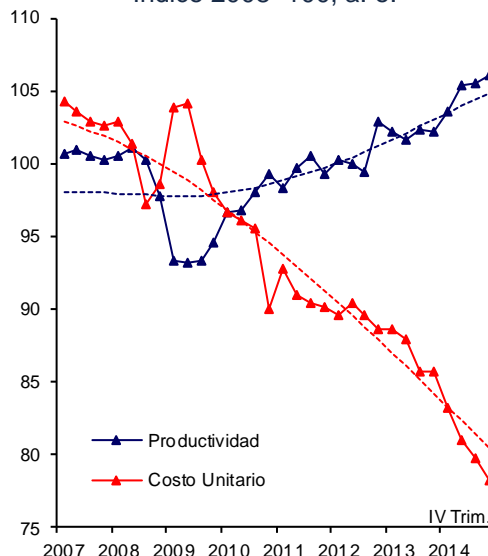
a) Total de la Economía
Índice 2008=100, a. e.



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

Fuente: Costo Unitario elaborado por el Banco de México con cifras del INEGI. Índice Global de la Productividad Laboral en la Economía (IGPLE) publicado por INEGI.

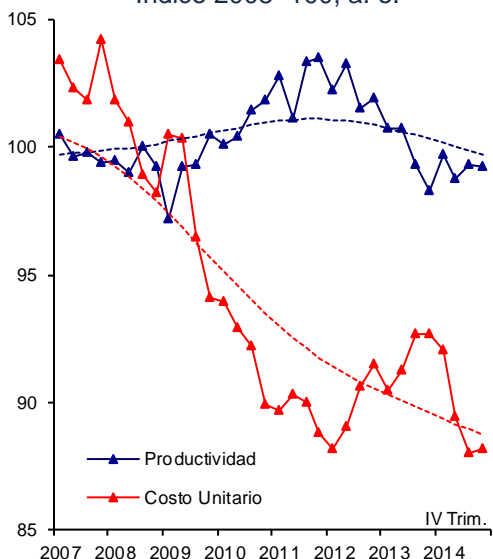
b) Servicios
Índice 2008=100, a. e.



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

Fuente: Costo Unitario elaborado por el Banco de México con cifras del INEGI. Índice de Productividad Laboral publicada por INEGI.

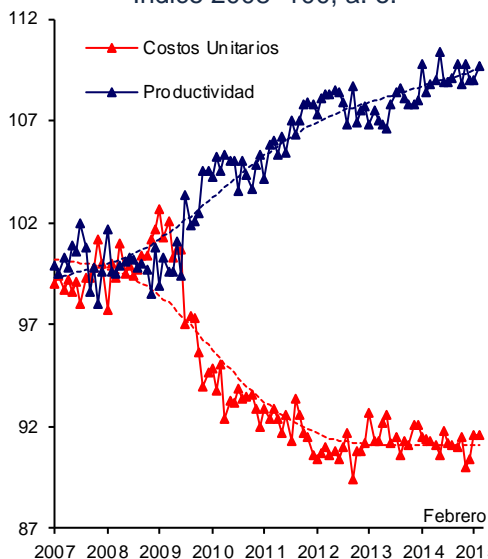
c) Actividad Industrial
Índice 2008=100, a. e.



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

Fuente: Costo Unitario elaborado por el Banco de México con cifras del INEGI. Índice de Productividad Laboral publicado por INEGI.

d) Manufacturas
Índice 2008=100, a. e.



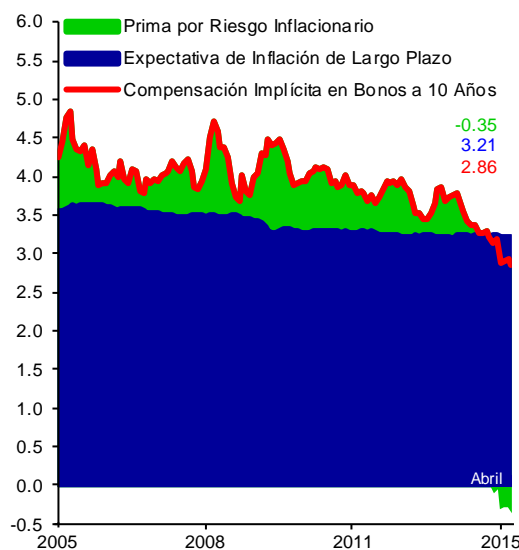
a. e. / Serie con ajuste estacional y serie de tendencia. La primera se representa con la línea sólida y la segunda con la punteada.

Fuente: Elaboración de Banco de México a partir de información desestacionalizada de la Encuesta Mensual de la Industria Manufacturera y del Indicador Mensual de la Actividad Industrial del Sistema de Cuentas Nacionales de México, INEGI.

En lo referente a las expectativas de inflación, destaca que aquéllas implícitas en las cotizaciones de instrumentos de mercado a 10 años se mantuvieron estables alrededor de 3.2 por ciento entre diciembre de 2014 y abril de 2015, mientras que la prima por riesgo inflacionario asociada mostró una disminución en el mismo periodo (Gráfica 34a). De esta forma, la compensación por inflación y riesgo inflacionario (diferencia entre las tasas de interés nominales y reales de largo plazo) siguió registrando niveles mínimos históricos, al pasar de un nivel promedio de 3.21 por ciento a uno de 2.86 por ciento durante el periodo de referencia (Gráfica 34b). Dicha disminución parecería estar relacionada con un menor apetito por la tenencia de instrumentos indexados a la inflación que, a su vez, podría estar incrementando la prima por liquidez demandada por parte de los inversionistas para mantenerlos. Ello implica que la prima por riesgo inflacionario, que se redujo de aproximadamente -5 puntos base a -35 puntos base durante el periodo referido, también podría estar siendo afectada por dicha prima de liquidez.⁹ Adicionalmente, en un entorno en el que los mercados financieros muestran bajos rendimientos ajustados por riesgo en sus activos, las primas por riesgo demandadas por los inversionistas pueden reducirse, e incluso ser negativas, por los beneficios de diversificación que le ofrecen a sus portafolios. En suma, la evolución de este indicador refleja que los tenedores de instrumentos con tasas de interés nominales han venido demandando una menor compensación por inflación y riesgo inflacionario en los bonos del gobierno mexicano durante el último año.

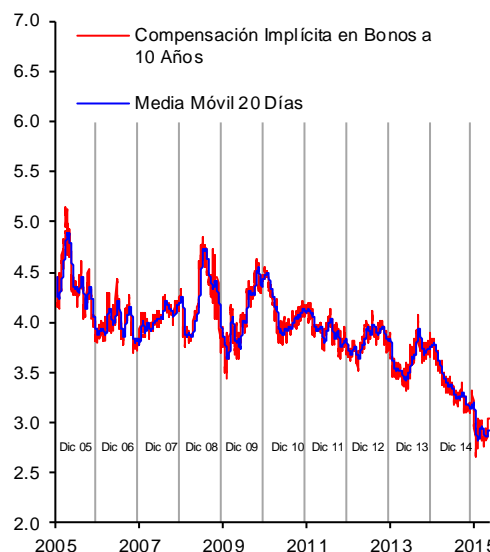
Gráfica 34
Expectativas de Inflación

a) Descomposición de la Compensación por Inflación y Riesgo Inflacionario Por ciento



Fuente: Estimación de Banco de México.

b) Compensación Implícita en Bonos a 10 Años Por ciento



Fuente: Estimación de Banco de México con datos de Valmer y Bloomberg.

Respecto a las expectativas de inflación provenientes de la encuesta que levanta el Banco de México entre especialistas del sector privado, destaca que la mediana de aquéllas correspondientes al cierre de 2015 disminuyó de 3.50 por ciento a 3.04

⁹ Para una descripción de la estimación de las expectativas de inflación de largo plazo ver el Recuadro "Descomposición de la Compensación por Inflación y Riesgo Inflacionario" en el Informe Trimestral Octubre - Diciembre 2013.

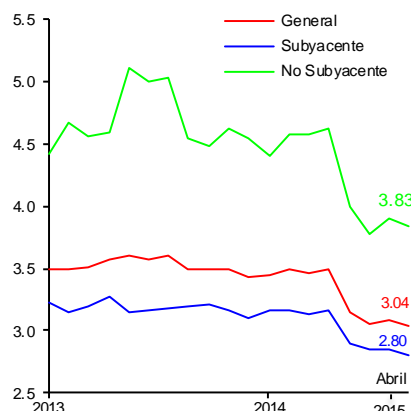
por ciento entre las encuestas de diciembre de 2014 y abril de 2015.¹⁰ En congruencia con lo anterior, la mediana correspondiente a las expectativas de inflación subyacente para el cierre del mismo año se redujo de 3.17 a 2.80 por ciento entre las referidas encuestas, mientras que la expectativa de inflación no subyacente implícita en las medianas anteriores bajó de 4.62 a 3.83 por ciento (Gráfica 35a).

Por su parte, la mediana de las expectativas de inflación general para el cierre de 2016 se mantuvo estable alrededor de 3.5 por ciento entre las encuestas de diciembre de 2014 y abril de 2015.¹¹ En particular, la mediana de las expectativas de inflación del componente subyacente disminuyó de 3.20 a 3.00 por ciento, mientras que las expectativas implícitas para el componente no subyacente aumentaron de 4.70 a 4.96 por ciento en el periodo referido (Gráfica 35b). Finalmente, las correspondientes a mayores plazos se mantuvieron estables en torno a 3.5 por ciento (Gráfica 35c).¹²

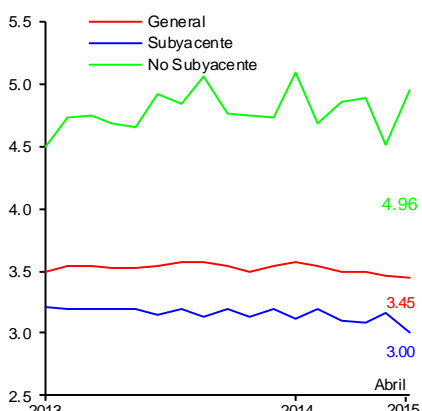
Gráfica 35
Expectativas de Inflación
b) Medianas de Expectativas de Inflación General, Subyacente y No Subyacente al Cierre de 2016 Por ciento

a) Medianas de Expectativas de Inflación General, Subyacente y No Subyacente al Cierre de 2015 Por ciento

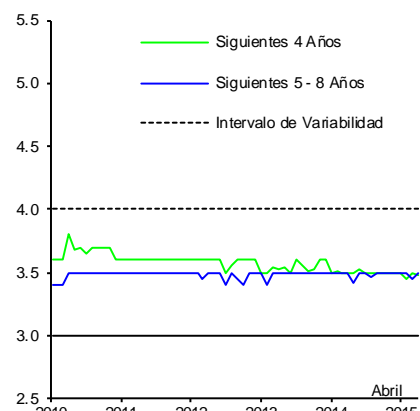
c) Medianas de Expectativas de Inflación General a Distintos Plazos Por ciento



Fuente: Encuesta de Banco de México.



Fuente: Encuesta de Banco de México.



Fuente: Encuesta de Banco de México.

Durante el periodo que cubre este Informe, prevaleció un entorno de elevada volatilidad en los mercados financieros internacionales debido a la incertidumbre sobre el inicio y el subsecuente ritmo de normalización de la política monetaria en Estados Unidos, a que el precio del petróleo se mantuvo en niveles bajos y a la situación en Grecia. Dicho entorno afectó el comportamiento de los mercados financieros nacionales.

¹⁰ La mediana de la expectativa de inflación general para el cierre de 2015 con base en la Encuesta de Expectativas de Analistas de Mercados Financieros de Banamex registró un comportamiento similar al disminuir de 3.4 por ciento en la encuesta del 16 de diciembre de 2014 a 3.1 por ciento en la encuesta del 5 de mayo de 2015.

¹¹ De igual forma, la mediana de la expectativa de inflación general para el cierre de 2016 de la Encuesta de Banamex se mantuvo en 3.5 por ciento entre la encuesta del 7 de enero y la del 5 de mayo de 2015.

¹² Por lo que respecta a la mediana de las expectativas de inflación de largo plazo de la Encuesta de Banamex (correspondientes al periodo 2016-2020 en las encuestas de 2014 y al periodo 2017-2021 en las de 2015), éstas también se han mantenido en promedio alrededor de 3.5 por ciento entre las encuestas del 16 de diciembre de 2014 y el 5 de mayo de 2015.

Así, debido a factores externos y al igual que otras monedas de economías avanzadas y emergentes, el peso mexicano continuó experimentando una elevada volatilidad y registró una depreciación frente al dólar estadounidense al pasar de un nivel promedio de 14.73 a 15.16 pesos por dólar entre finales de diciembre de 2014 y principios de mayo (Gráfica 36a). Cabe destacar que ante la ocurrencia de choques reales, como son la caída en la producción petrolera y los bajos precios internacionales del crudo, la depreciación nominal del peso mexicano frente al dólar estadounidense se ha traducido en una depreciación del tipo de cambio real. En un contexto de bajo traspaso de fluctuaciones cambiarias a los precios domésticos y en presencia de choques como los descritos, la depreciación real permite absorber parte de dichos choques y, en consecuencia, atenúa su impacto negativo sobre la economía doméstica. Esto debido a que un tipo de cambio más depreciado, *ceteris paribus*, debería estimular las exportaciones no petroleras y moderar el ritmo de crecimiento de las importaciones. Asimismo, la flexibilidad cambiaria permite que la volatilidad resultante de la incertidumbre que prevalece en el entorno externo se refleje en ajustes tanto en el tipo de cambio como en las tasas de interés domésticas. Por consiguiente, la variabilidad de estas últimas posiblemente ha sido menor que la que resultaría de un entorno donde no se permitiera la libre flotación de la paridad cambiaria.

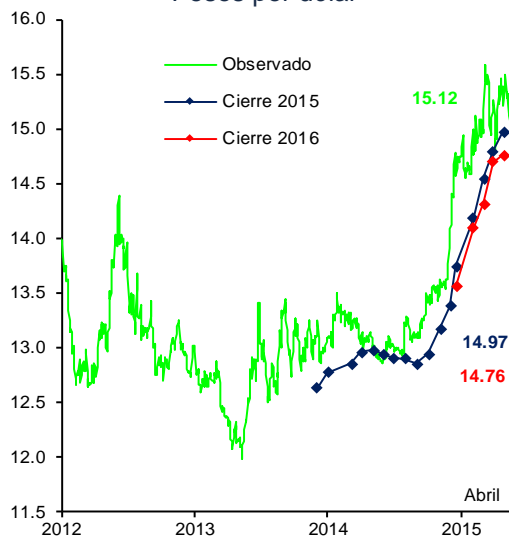
En respuesta al entorno de mayor volatilidad de la cotización de nuestra moneda nacional, la Comisión de Cambios ha implementado medidas para proveer de liquidez al mercado cambiario mexicano, con objeto de procurar su adecuado funcionamiento. Éstas contribuyeron a mantener un funcionamiento ordenado del mercado referido. La depreciación de aproximadamente 2.9 por ciento que mostró el peso frente al dólar entre finales de diciembre de 2014 y principios de mayo estuvo en línea con la depreciación promedio de alrededor de 2.7 por ciento que un conjunto amplio de divisas de economías emergentes registró durante el mismo periodo.¹³ Por su parte, la volatilidad del peso dejó de incrementarse durante el periodo referido (Gráfica 36b).

¹³ La depreciación de otras monedas de economías emergentes considera el comportamiento promedio del tipo de cambio con respecto al dólar de las monedas de Brasil, Chile, Colombia, India, Perú, República Checa, Rusia, Tailandia y Turquía y se calcula con datos de Bloomberg.

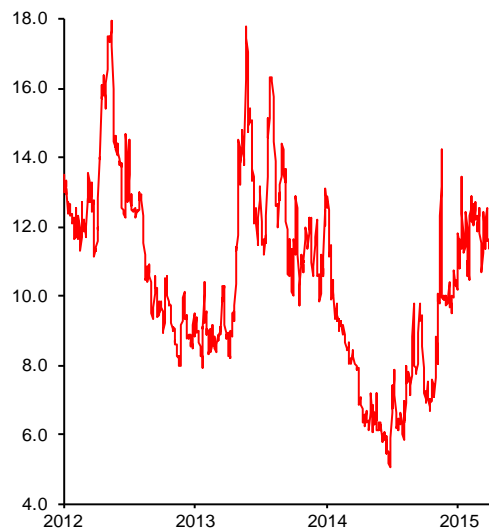
Gráfica 36

Tipo de Cambio y Volatilidad Implícita del Tipo de Cambio

a) Tipo de Cambio Nominal y Expectativas del Tipo de Cambio al Cierre de 2015 y 2016 ^{1/}
Pesos por dólar



b) Volatilidad Implícita en Opciones de Tipo de Cambio ^{2/}
Por ciento



1/ El tipo de cambio observado es el dato diario del tipo de cambio FIX. El último dato del tipo de cambio observado corresponde al 18 de mayo de 2015.

2/ La volatilidad implícita en opciones del tipo de cambio se refiere a opciones a un mes.
Fuente: Bloomberg.

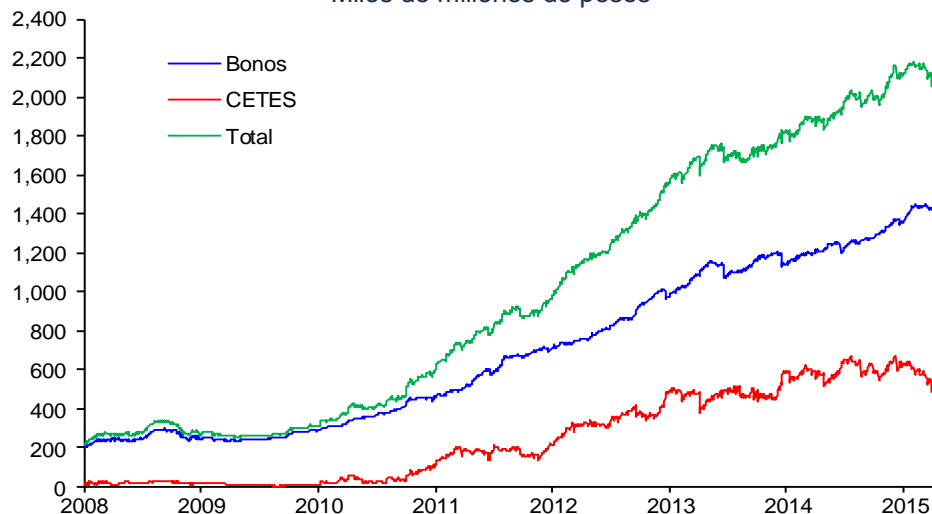
Fuente: Banco de México y Encuesta de Banco de México.

A pesar de la volatilidad registrada en los mercados financieros, la tenencia de valores gubernamentales de no residentes se mantuvo estable pero con cambios en su composición. En particular, la tenencia por parte de inversionistas de instrumentos de corto plazo se redujo marginalmente durante el periodo que cubre este Informe, mientras que la tenencia de aquéllos de mediano y largo plazo continuó incrementándose (Gráfica 37).

Gráfica 37

Tenencia de Valores Gubernamentales de Residentes en el Extranjero

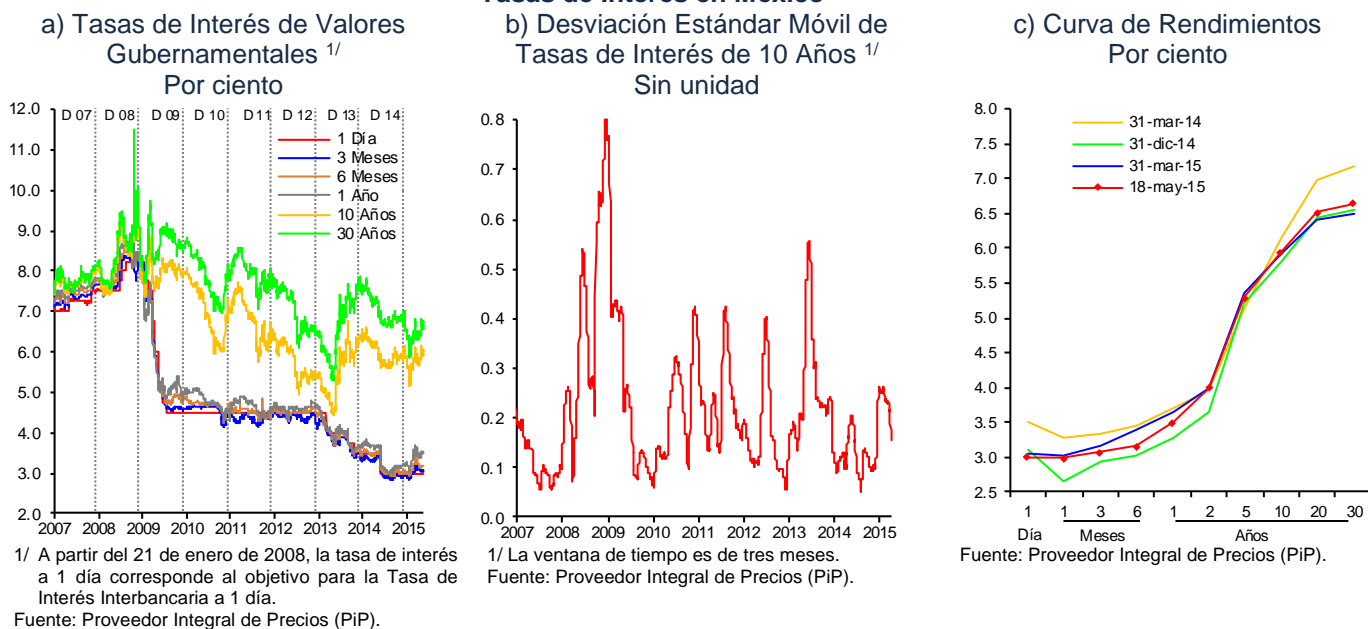
Miles de millones de pesos



Fuente: Banco de México.

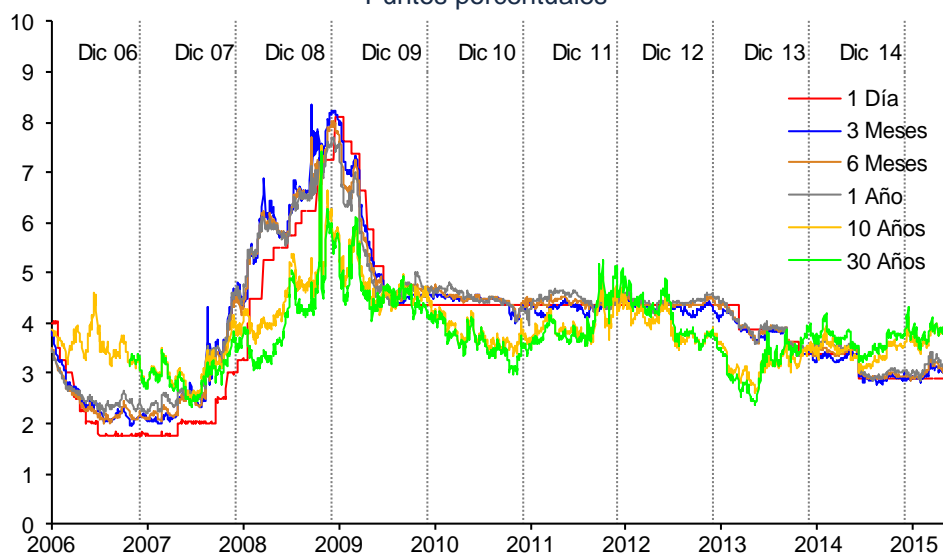
Las tasas de interés de largo plazo en México mostraron incrementos durante el periodo que cubre este Informe. Además, la volatilidad promedio que registró su evolución entre el cuarto trimestre de 2014 y el primer trimestre de este año se incrementó, si bien en menor magnitud que en el caso de la del tipo de cambio (Gráfica 38b). En particular, la tasa de interés de valores gubernamentales a 10 años aumentó de alrededor de 5.9 por ciento a finales diciembre de 2014 a 6.0 por ciento a principios de mayo de 2015. Asimismo, las tasas de interés de menores plazos registraron movimientos al alza en el mismo periodo. La correspondiente a 2 años se incrementó de 3.6 a 4.1 por ciento mientras que la tasa de interés de 3 meses subió de 2.9 a 3.1 por ciento (Gráfica 38a). De acuerdo con lo anterior, la pendiente de la curva de rendimientos (diferencia de la tasa de interés a 10 años y a 3 meses) presentó una disminución al pasar de alrededor de 300 a 290 puntos base de finales de diciembre de 2014 a principios de mayo de 2015 (Gráfica 38c).

Gráfica 38
Tasas de Interés en México



El aumento en las tasas de interés de largo plazo en combinación con el comportamiento lateral de sus pares en Estados Unidos, dio lugar a que los diferenciales de tasas de interés entre ambas economías aumentaran durante el periodo de referencia. En particular, el diferencial de tasas de interés a 10 años aumentó de alrededor de 370 puntos base a 380 puntos base (Gráfica 39).

Gráfica 39
Diferenciales de Tasas de Interés entre México y Estados Unidos ^{1/}
 Puntos porcentuales



^{1/} Para la tasa objetivo de Estados Unidos se considera el promedio del intervalo considerado por la Reserva Federal.
 Fuente: Proveedor Integral de Precios (PIP) y Departamento del Tesoro Norteamericano.

Para profundizar en cuanto a la evolución de las tasas de interés de mayor plazo en México, como en otras ocasiones, conviene analizar el comportamiento de sus diferentes componentes: la tasa de interés de corto plazo (tasa de interés de referencia); las tasas de interés de corto plazo implícitas en la curva de rendimientos, las cuales consideran las expectativas de inflación de mediano y largo plazo; y, las primas por riesgo. Al respecto destaca que durante el periodo que cubre este Informe:

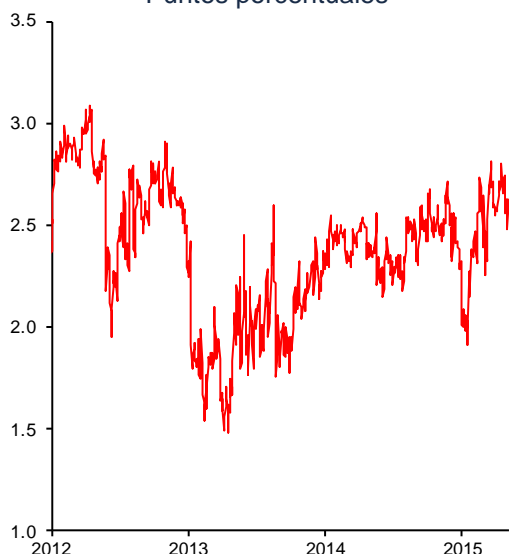
- a) El objetivo para la Tasa de Interés Interbancaria a 1 día se mantuvo en 3.0 por ciento durante el periodo que cubre este Informe.
- b) Las tasas de interés de corto plazo esperadas para el fin del año permanecieron sin cambios durante el mismo periodo. En particular, de acuerdo con la encuesta que levanta el Banco de México entre especialistas del sector privado, la mediana de las expectativas para la tasa de interés de fondeo bancario al cierre de 2015 se mantuvo alrededor de 3.5 por ciento entre las encuestas de diciembre de 2014 y abril de 2015. Un nivel similar se infiere de las expectativas implícitas en las tasas de interés de instrumentos de mercado.
- c) El comportamiento de las diversas primas de riesgo fue diferenciado:
 - i. Los indicadores de mercado que miden el riesgo de crédito soberano se incrementaron aproximadamente 20 puntos base de finales de diciembre de 2014 a principios de mayo de 2015.¹⁴
 - ii. La prima por riesgo inflacionario continuó mostrando una trayectoria descendente, reduciéndose alrededor de 30 puntos base de diciembre a la fecha (Gráfica 34a).

¹⁴ Se refiere al *Credit Default Swap* de 5 años.

- iii. La prima por riesgo cambiario, que se aproxima mediante el diferencial entre la tasa de interés del bono gubernamental a 10 años emitido en pesos y la correspondiente al mismo plazo emitido en dólares, presentó un ligero incremento de finales de diciembre a mayo en un entorno de elevada volatilidad (Gráfica 40a).
- iv. Finalmente, un indicador de la prima por plazo (aproximada a través de la diferencia de la tasa de interés de 10 y de 2 años) presentó una disminución al pasar de niveles de alrededor de 230 a 190 puntos base de finales de diciembre a mayo (Gráfica 40b).

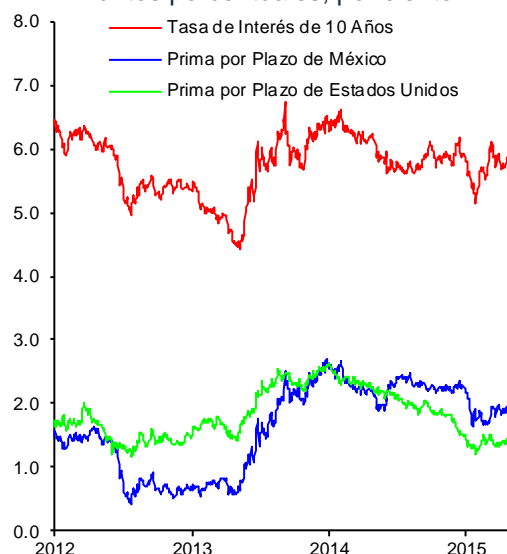
Gráfica 40
Primas de Riesgo

a) Diferencial entre la Tasa de Bonos de 10 Años en Moneda Nacional y en Dólares
Puntos porcentuales



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

b) Tasa de Interés en México del Bono Gubernamental a 10 Años y Prima por Plazo ^{1/}
Puntos porcentuales, por ciento



^{1/} La prima por plazo se refiere a la diferencia entre la tasa de interés a 10 años y la tasa de interés a 2 años.

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

Si bien hacia el final del periodo que cubre este Informe se observó una ligera mejoría en los mercados financieros internacionales, dados los riesgos que prevalecen en el entorno externo, no puede descartarse un nuevo incremento en la volatilidad que pudiera tener efectos adicionales sobre la cotización del peso y ello a su vez sobre las expectativas de inflación en México. Por tanto, será de gran importancia que el Banco de México vigile cuidadosamente el comportamiento de dichas expectativas, con el objetivo de estar en posición de no validar las presiones que podrían resultar de una depreciación de la moneda nacional. Además, reforzar las finanzas públicas también abonaría para anclar el comportamiento de la cotización de la moneda nacional en los mercados financieros internacionales.

5. Previsiones para la Inflación y Balance de Riesgos

La economía mexicana continúa enfrentando un entorno externo difícil. Por un lado, la reducción en los precios internacionales del petróleo, aunada a la tendencia a la baja en la producción petrolera en México han restado grados de libertad en el ámbito fiscal. Por otro, derivado de la expectativa de normalización de la política monetaria en Estados Unidos, prevalece incertidumbre en los mercados financieros que se ha visto reflejada en una depreciación generalizada de las monedas frente al dólar estadounidense y, en general, en condiciones financieras más astringentes en los mercados internacionales. Ante estas circunstancias, resalta la importancia de continuar impulsando las fuentes internas de crecimiento mediante la adecuada implementación de las reformas estructurales, así como la consolidación del fortalecimiento del marco macroeconómico del país.

En este contexto, las previsiones sobre el crecimiento de la actividad económica en Estados Unidos en las que se basa el escenario macroeconómico para México se han revisado a la baja.¹⁵ En particular:

- a) Se prevé que el PIB de Estados Unidos crezca 2.5 por ciento en 2015, en comparación con lo anticipado en el Informe precedente de 3.2 por ciento. Para 2016, la previsión se revisa ligeramente de 2.9 por ciento a 2.8 por ciento.
- b) Se anticipa que la producción industrial de Estados Unidos aumente 2.5 por ciento en 2015, lo cual constituye una reducción importante de las expectativas de crecimiento de 3.9 por ciento consideradas en el Informe precedente. Para 2016, se espera un incremento de 3.1 por ciento en este indicador, por debajo del 3.3 por ciento en el Informe anterior.

Crecimiento de la Economía Nacional: Algunos de los riesgos a la baja para el crecimiento económico de México señalados en el Informe pasado se han venido materializando. En particular, la plataforma de producción petrolera ha continuado disminuyendo y hay gran incertidumbre sobre su evolución futura. Asimismo, la actividad económica de Estados Unidos se vio afectada negativamente en el primer trimestre del año, en parte por factores temporales, además de que, en un contexto de apreciación del dólar, se revisaron a la baja las expectativas de crecimiento estadounidense para todo el año. En consecuencia, la demanda externa de México registró una pérdida de dinamismo y se prevé un crecimiento en el primer trimestre menor que el esperado anteriormente. Adicionalmente, si bien el gasto interno en México ha continuado registrando una gradual recuperación, todavía no muestra señales claras de que pudiera presentar un mayor dinamismo hacia adelante.

Tomando en cuenta los factores descritos, las previsiones para el crecimiento de la economía mexicana en 2015 y 2016 se ajustan a la baja. Para 2015, el intervalo de crecimiento para el PIB se revisa de uno de 2.5 a 3.5 por ciento a uno de 2.0 a 3.0 por ciento. Para 2016, se modifica el intervalo para la tasa de expansión del

¹⁵ Las expectativas para la economía de Estados Unidos se basan en el consenso de los analistas encuestados por Blue Chip en mayo de 2015.

PIB de uno de entre 2.9 y 3.9 por ciento a uno de entre 2.5 y 3.5 por ciento (Gráfica 41a).

Empleo: En congruencia con el ajuste en los pronósticos de crecimiento económico, también se revisan a la baja las previsiones para la expansión del número de puestos de trabajo afiliados al IMSS. En particular, para 2015 se prevé un aumento de entre 580 y 680 mil puestos de trabajo afiliados al IMSS, en comparación con la expectativa de un incremento de entre 600 y 700 mil plazas laborales en el Informe anterior. Para 2016, se modifica el intervalo de 620 a 720 mil puestos de trabajo en el Informe precedente a uno de entre 600 a 700 mil plazas laborales.

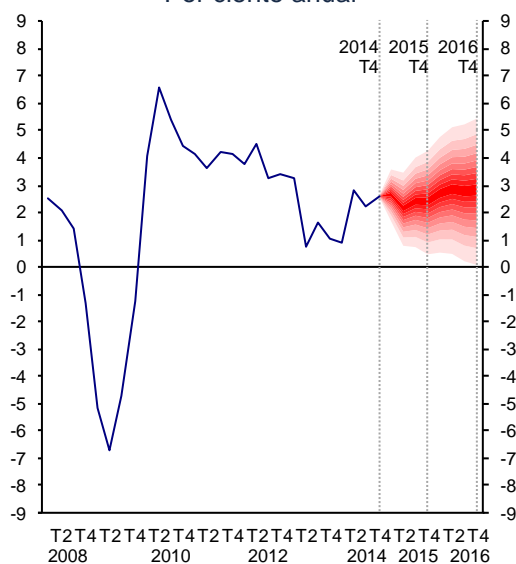
Cuenta Corriente: Para 2015, se prevén déficits en la balanza comercial y en la cuenta corriente de 5.2 y 27.7 miles de millones de dólares, respectivamente (0.4 y 2.3 por ciento del PIB, en el mismo orden). Para 2016, se esperan déficits en la balanza comercial y en la cuenta corriente de 6.9 y 29.7 miles de millones de dólares, respectivamente (0.5 y 2.3 por ciento del PIB, en el mismo orden).

Dadas las previsiones descritas, no se anticipan presiones sobre la inflación ni sobre las cuentas externas provenientes del comportamiento de la demanda agregada. En particular, se prevé que la brecha del producto se mantenga en terreno negativo, si bien cerrándose gradualmente en el horizonte de pronóstico (Gráfica 41b).

Gráfica 41

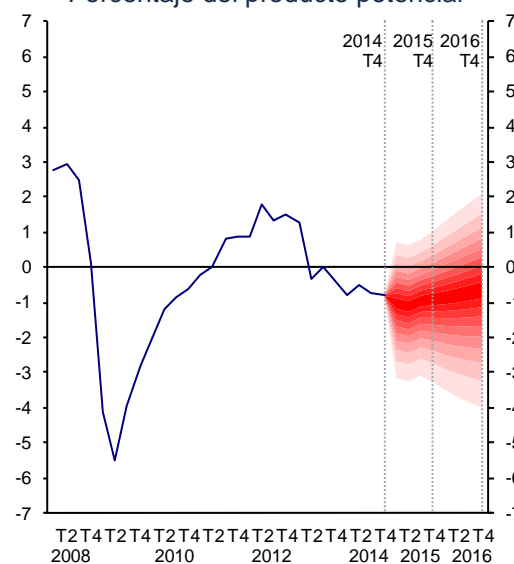
Gráficas de Abanico: Crecimiento del PIB y Brecha del Producto

a) Crecimiento del Producto, a. e.
Por ciento anual



a. e. / Cifras con ajuste estacional.
Fuente: INEGI y Banco de México.

b) Estimación de la Brecha del Producto, a. e.
Porcentaje del producto potencial



a. e. / Elaborado con cifras desestacionalizadas.
Fuente: Banco de México.

El escenario de crecimiento para el PIB está sujeto a diversos riesgos. Entre aquéllos a la baja se encuentran:

- i. Un debilitamiento adicional en la actividad económica de Estados Unidos.

- ii. Nuevos episodios de volatilidad en los mercados financieros internacionales.
- iii. Una disminución adicional en la plataforma de producción de petróleo que afecte las cuentas externas y las finanzas públicas.
- iv. Que la debilidad en los indicadores de confianza de los consumidores y de los empresarios, entre otros motivos por las condiciones de seguridad pública, limite la recuperación del gasto en el país.

Entre los riesgos al alza para el crecimiento se destacan:

- i. Un mayor dinamismo de la economía de Estados Unidos ante los bajos costos de la energía.
- ii. Una mejoría en las perspectivas de los inversionistas ante un resultado favorable en las primeras etapas de implementación de la reforma energética.

Inflación: El pronóstico para la inflación anual se mantiene sin cambio respecto al presentado en el Informe anterior. Así, para 2015, se prevé que la inflación general anual se mantenga cerca de 3 por ciento en los siguientes meses y que en el segundo semestre del año se ubique ligeramente por debajo de ese nivel (Gráfica 42). En cuanto a la inflación subyacente, se anticipa que ésta se ubique por debajo de 3 por ciento durante todo el año (Gráfica 43). Para 2016, se contempla que tanto la inflación general como la subyacente se mantendrán en niveles cercanos a 3 por ciento.

La trayectoria prevista para la inflación podría verse afectada por algunos riesgos. Al alza destaca que:

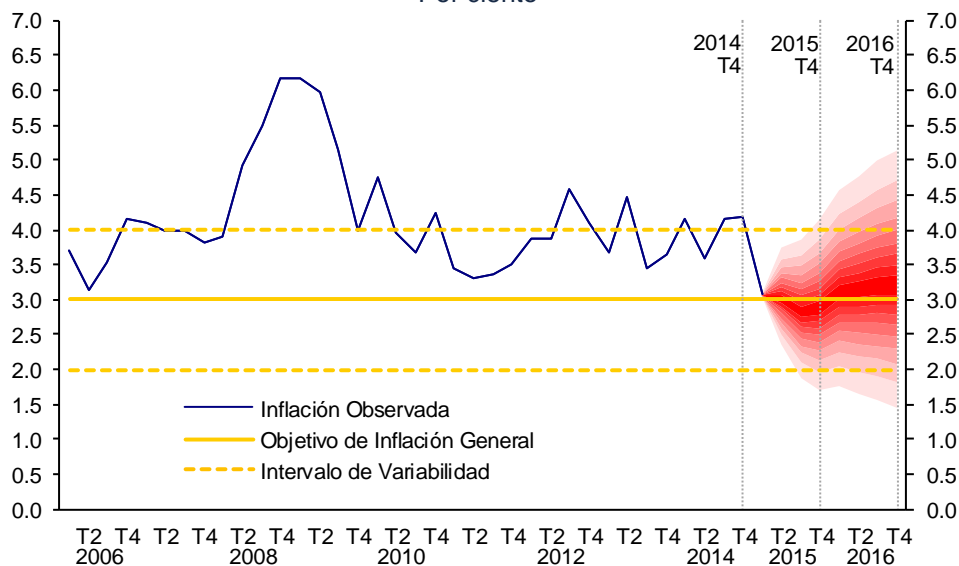
- i. La cotización de la moneda nacional frente al dólar continúe mostrando una tendencia hacia la depreciación.
- ii. Considerando la reducción gradual prevista en las condiciones de holgura en la economía durante el horizonte de pronóstico, nuevos cambios en precios relativos pudieran contaminar las expectativas de inflación.

A la baja:

- i. Disminuciones adicionales en los precios de los servicios de telecomunicaciones.
- ii. Que la reducción en los costos de la energía contribuya a que los incrementos de precios en general resulten menores a los previstos.
- iii. Un dinamismo de la actividad económica menor al esperado.
- iv. Que la cotización de la moneda nacional frente al dólar se aprecie, ante la recuperación en el precio del petróleo y que la respuesta de los

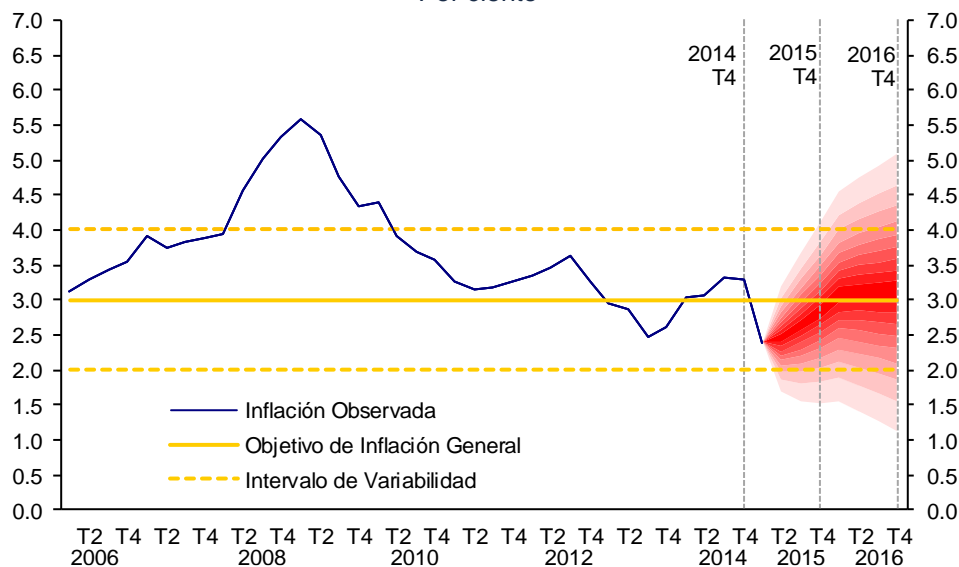
mercados financieros internacionales al inicio de la normalización de la política monetaria en Estados Unidos sea más benigna a la esperada, debido a que los precios de los activos posiblemente ya hayan descontado parcialmente el ajuste.

Gráfica 42
Gráfica de Abanico: Inflación General Anual ^{1/}
 Por ciento



^{1/} Promedio trimestral de la inflación general anual.
 Fuente: Banco de México e INEGI.

Gráfica 43
Gráfica de Abanico: Inflación Subyacente Anual ^{1/}
 Por ciento



^{1/} Promedio trimestral de la inflación subyacente anual.
 Fuente: Banco de México e INEGI.

Actualmente, la recuperación de la economía muestra debilidad, la inflación general se encuentra prácticamente en el objetivo, la inflación subyacente en sus

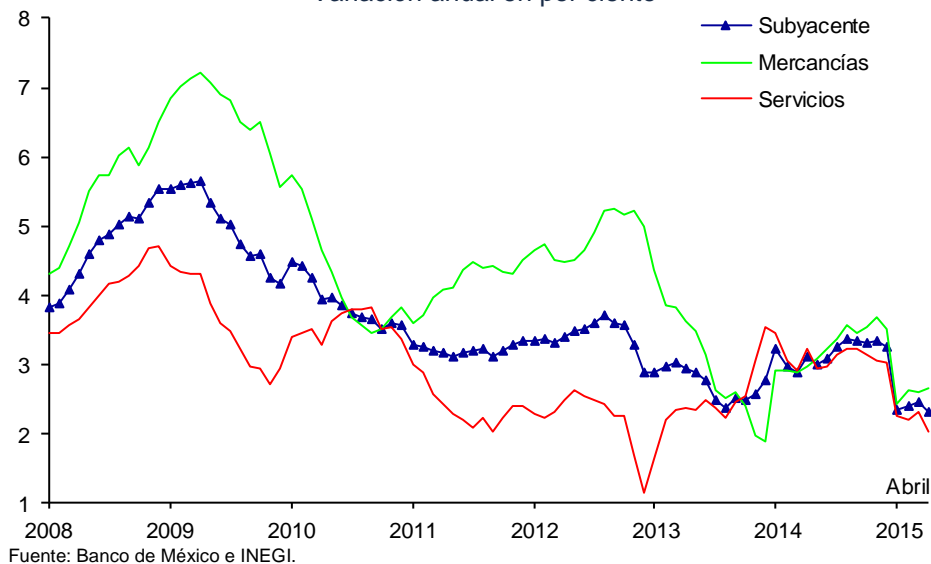
dos componentes, de mercancías y de servicios, se sitúa por debajo de 3 por ciento y las expectativas de inflación se mantienen ancladas. Por otro lado, al estar la economía mexicana altamente integrada a la global, en particular a la de Estados Unidos, las acciones de política monetaria de ese país podrían tener repercusiones sobre el tipo de cambio, las expectativas de inflación y, por ello, sobre la dinámica de los precios en México. Por tanto, la Junta de Gobierno se mantendrá atenta a la evolución de todos los determinantes de la inflación y sus expectativas para horizontes de mediano y largo plazo, pero particularmente a la postura monetaria relativa entre México y Estados Unidos, así como al desempeño de la tendencia del tipo de cambio. También le dará seguimiento a la evolución del grado de holgura en la economía. Todo esto con el fin de estar en posibilidad de tomar las medidas necesarias para asegurar la convergencia de la inflación al objetivo de 3 por ciento en 2015 y consolidarla.

Ante un entorno internacional complejo, es primordial que México impulse sus fuentes internas de crecimiento y mantenga sólidos fundamentos macroeconómicos. Como se ha mencionado en informes anteriores, la aprobación de las reformas estructurales encaminadas a incrementar la productividad del país es un paso importante para que éste alcance mayores tasas de crecimiento de manera sostenible. En este sentido, cabe recordar que su correcta y oportuna implementación es condición necesaria para que alcancen su potencial. Adicionalmente, también es ineludible mejorar el estado de derecho y la seguridad, incluyendo la jurídica, para generar un entorno favorable para el crecimiento.

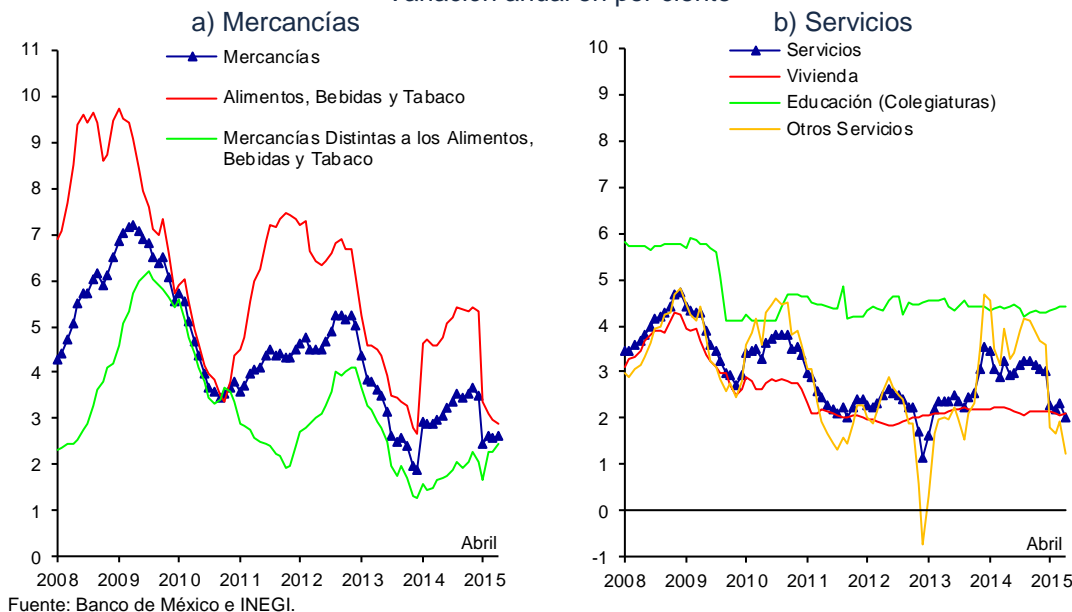
Finalmente, es importante reiterar que para continuar garantizando la solidez del marco macroeconómico se requiere de finanzas públicas sanas y, en particular, que la deuda pública como proporción del producto se estabilice y retome una trayectoria descendente. Si bien el Gobierno Federal está realizando esfuerzos en este sentido, no sólo es preciso el cumplimiento de sus objetivos actuales, sino también una vigilancia permanente de la posición fiscal, particularmente ante un entorno incierto, que posiblemente se caracterizará por condiciones de financiamiento más astringentes. Por ello, conviene reiterar la importancia de los esfuerzos encaminados a lograr avances en la consolidación fiscal en el país. Al respecto, resalta por sus implicaciones para el crecimiento económico de largo plazo, la relevancia de la revisión integral de la estructura de gasto público para el ejercicio fiscal 2016, de modo que parta de una “base cero” (ver Recuadro “Medidas de Responsabilidad Fiscal” del Informe Trimestral Octubre – Diciembre de 2014). Aun cuando dicha revisión al gasto es necesaria para eliminar duplicidades, mejorar su eficiencia y facilitar el proceso de consolidación fiscal ya mencionado, es fundamental que este ejercicio abra espacio para privilegiar el gasto en inversión y en programas con una alta rentabilidad social. Ello, con el fin de contribuir a elevar el crecimiento económico sostenido del país, a mantener un entorno de inflación baja y, como propósito de todo lo anterior, a procurar un mayor bienestar para la población.

Anexo 1: Gráficas Complementarias de la Evolución Reciente de la Inflación

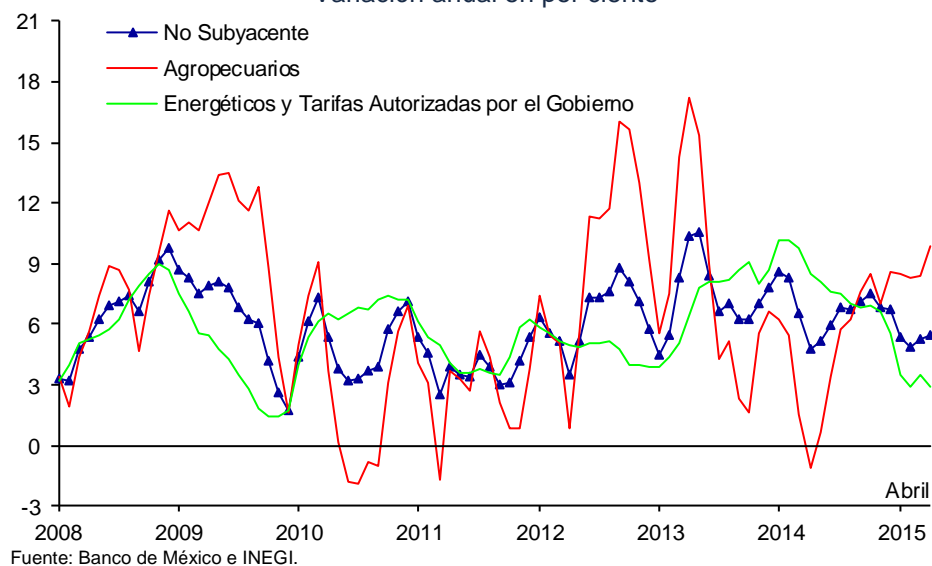
Gráfica A1
Índice de Precios Subyacente
Variación anual en por ciento



Gráfica A2
Índice de Precios Subyacente: Mercancías y Servicios
Variación anual en por ciento

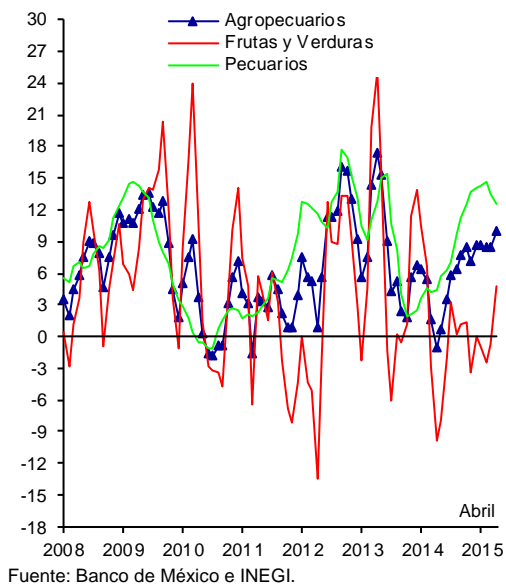


Gráfica A3
Índice de Precios No Subyacente
 Variación anual en por ciento

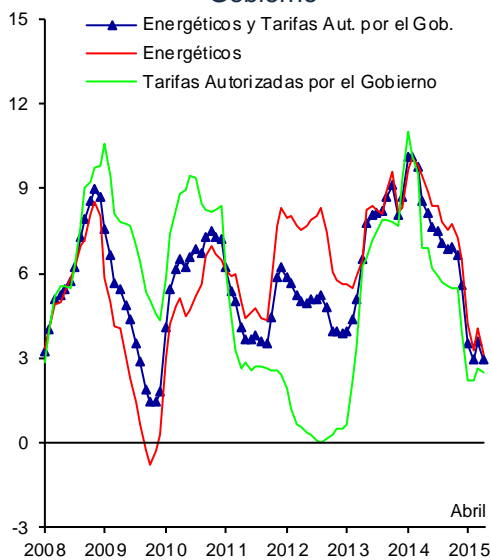


Gráfica A4
Índice de Precios No Subyacente
 Variación anual en por ciento

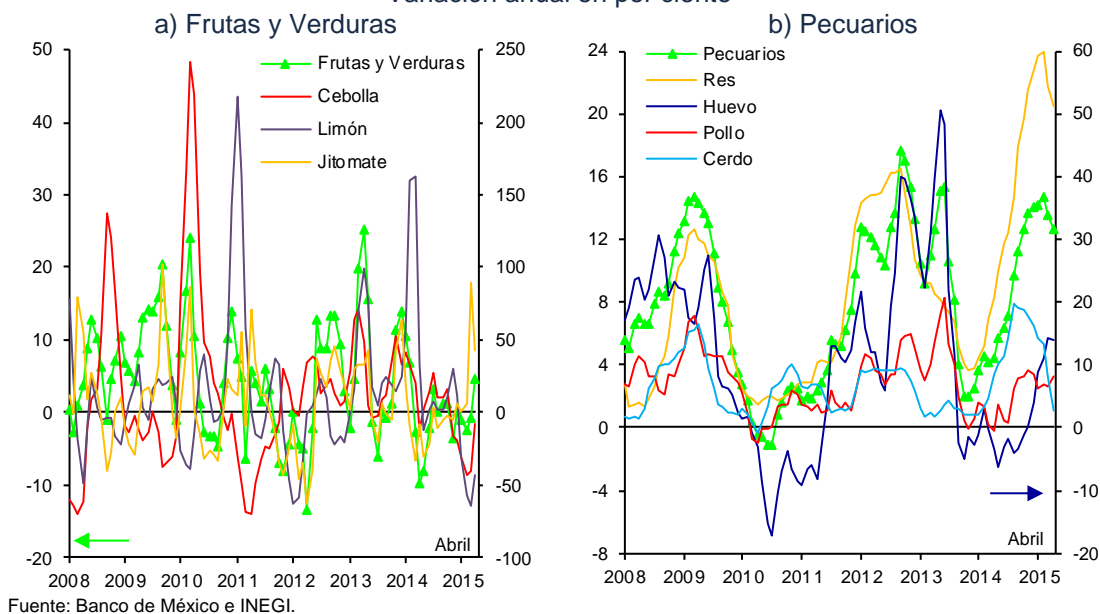
a) Agropecuarios



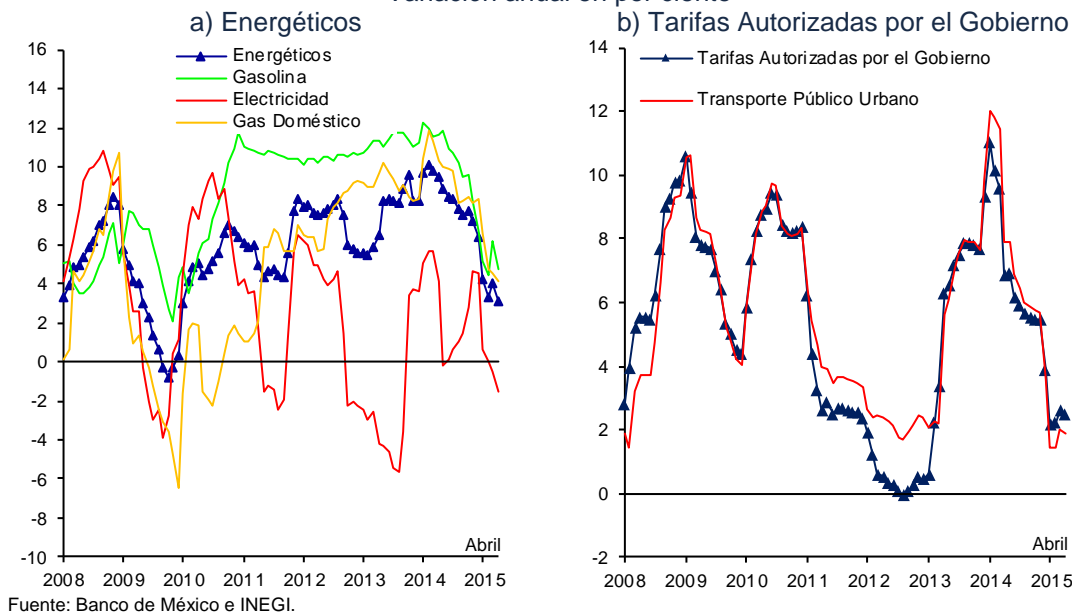
b) Energéticos y Tarifas Autorizadas por el Gobierno



Gráfica A5
Índice de Precios Agropecuarios
 Variación anual en por ciento



Gráfica A6
Índice de Precios No Subyacente
 Variación anual en por ciento



Capítulo II: Informe Trimestral Abril - Junio 2015 69

CONTENIDO

1. Introducción	69
2. Evolución Reciente de la Inflación.....	72
2.1. La Inflación en el Segundo Trimestre de 2015.....	72
2.2. Índice Nacional de Precios al Productor.....	78
3. Entorno Económico y Financiero Prevaliente en el Segundo Trimestre de 2015	80
3.1. Condiciones Externas	80
3.1.1. Actividad Económica Mundial	80
3.1.2. Precios de las Materias Primas.....	84
3.1.3. Tendencias de la Inflación en el Exterior	85
3.1.4. Política Monetaria y Mercados Financieros Internacionales.....	86
3.2. Evolución de la Economía Mexicana.....	90
3.2.1. Actividad Económica	90
3.2.2. Mercado Laboral.....	99
3.2.3. Ahorro Financiero y Financiamiento en el País	102
4. Política Monetaria y Determinantes de la Inflación	108
5. Previsiones para la Inflación y Balance de Riesgos.....	118
Anexo 1: Gráficas Complementarias de la Evolución Reciente de la Inflación	129

RECUADRO

3. Sincronización de la Producción Manufacturera Mexicana con la de Estados Unidos.....	92
4. Dinámica de Precios, Bienestar y Pobreza	123

Capítulo II: Informe Trimestral Abril - Junio 2015

1. Introducción

En congruencia con su mandato constitucional, la conducción de la política monetaria por parte del Banco de México se enfoca en procurar la estabilidad del poder adquisitivo de la moneda nacional, si bien observando en todo momento que esta se alcance al menor costo posible para la sociedad en términos de actividad económica. Como resultado del esfuerzo del Instituto Central en los últimos años para lograr el abatimiento de la inflación, durante el presente año se ha logrado alcanzar su convergencia al objetivo permanente de 3 por ciento. Inclusive, en el trimestre materia de este Informe, la inflación alcanzó niveles mínimos históricos y se mantiene por debajo de la referida meta, donde se anticipa que permanezca durante el resto del año.

Los resultados en materia de control de la inflación se han logrado en un entorno particularmente complejo dada la coyuntura que el Instituto Central ha venido enfrentando en cuanto a la conducción de la política monetaria en México. Por un lado, en el ámbito interno, ante el bajo ritmo de crecimiento de la actividad económica prevalecen condiciones de holgura en la economía, por lo que no se han observado presiones generalizadas sobre los precios provenientes de la demanda. En este entorno, la inflación ha mostrado una evolución favorable, a lo cual han contribuido también, tanto directa como indirectamente, las bajas en los precios de insumos de uso generalizado como los energéticos, las materias primas y los servicios de telecomunicaciones. Por otro lado, en el ámbito externo, si bien un incremento en la tasa de fondos federales en respuesta a mejores perspectivas económicas en Estados Unidos tenderá a favorecer a la economía mundial y particularmente a México, la incertidumbre sobre el inminente inicio de la normalización de la política monetaria en ese país, junto con la situación económica en Grecia, los problemas en los mercados financieros en China y la disminución en los precios de las materias primas, en particular del petróleo, contribuyeron a elevar la volatilidad en los mercados financieros internacionales. Ello, en adición a una menor plataforma de producción de petróleo en México, dio lugar a que el peso mexicano registrara una depreciación considerable frente al dólar estadounidense. Aun así, el traspaso de la depreciación cambiaria a los precios ha sido limitado, manifestándose principalmente en los precios de los bienes durables, sin dar lugar a efectos de segundo orden. Ante ello, el Instituto Central se ha mantenido alerta para que el ajuste en precios relativos que dicha depreciación conlleva no contamine las expectativas de inflación. En efecto, las correspondientes a horizontes de largo plazo se han mantenido bien ancladas, mientras que aquellas para el cierre de 2015 y 2016 han disminuido. Tomando en consideración todos estos elementos, en el periodo que cubre este Informe la Junta de Gobierno mantuvo en 3 por ciento el objetivo para la Tasa de Interés Interbancaria a un día en virtud de que estimó que la postura monetaria fue conducente a afianzar la convergencia de la inflación a la meta permanente de 3 por ciento.

En el segundo trimestre de 2015, la actividad económica de México continuó presentando un bajo ritmo de expansión. En particular, la demanda externa mantuvo un débil desempeño, a la vez que algunos indicadores de la demanda interna registraron tendencias de crecimiento moderadas. En este contexto,

perduran condiciones de holgura en la economía, por lo que no se anticipan presiones sobre los precios en los principales mercados de insumos, ni sobre las cuentas externas.

La economía mundial experimentó en el trimestre objeto de este Informe una recuperación moderada con respecto a la debilidad observada en el trimestre previo. Ello provino del fortalecimiento de la demanda interna de las economías avanzadas, que fue apoyada por la continuación de políticas monetarias altamente acomodaticias. En el caso particular de Estados Unidos, la recuperación de la actividad económica estuvo apoyada por una mejoría en el consumo. No obstante, al igual que en el primer trimestre, la producción industrial continuó mostrando señales de debilidad. Por su parte, la inflación mundial y sus expectativas se mantuvieron por debajo de los objetivos de la mayoría de los bancos centrales.

Los mercados financieros internacionales experimentaron una elevada volatilidad debido a la perspectiva de que la Reserva Federal comenzará a aumentar su tasa de referencia en este año, a la situación de Grecia, a los problemas en los mercados financieros en China, así como a los menores precios de los bienes primarios que han propiciado un deterioro en los términos de intercambio de diversas economías emergentes. Todo lo anterior contribuyó a que el dólar estadounidense presentara una apreciación frente a prácticamente todas las monedas, tanto de economías avanzadas como emergentes, a menores flujos de capital hacia estas últimas y a condiciones financieras menos favorables. Hacia adelante, el proceso de normalización de la política monetaria en Estados Unidos en respuesta a mejores perspectivas para la economía de ese país se anticipa que apoye el dinamismo de la actividad económica global incluyendo a las economías emergentes, en particular México dada su integración comercial con la economía estadounidense. No obstante, dada la incertidumbre sobre los posibles efectos del inicio del referido proceso de normalización sobre la reasignación de portafolios de nivel internacional y la perspectiva de que los precios de los bienes primarios permanezcan en niveles bajos, se prevé que las economías emergentes enfrenten condiciones de financiamiento menos accesibles.

Así, la persistencia de elevados niveles de volatilidad en los mercados financieros del exterior se vio reflejada en los mercados nacionales. Si bien no se observaron salidas netas de capitales, el ajuste en la exposición de riesgos del portafolio de los inversionistas generó una mayor demanda por coberturas cambiarias en los mercados de derivados, lo cual contribuyó a que el peso experimentara una depreciación frente al dólar. Al respecto conviene señalar que la depreciación del tipo de cambio nominal, en un contexto de expectativas de inflación bien ancladas y bajo traspaso de los movimientos cambiarios a los precios, ha propiciado que la depreciación del tipo de cambio real, asociada entre otros factores a la expectativa de aumento de tasas de interés en Estados Unidos y a la reducción que en el último año registraron el precio del petróleo y la plataforma de producción, se lleve a cabo de manera eficiente, ilustrando así la fortaleza del marco macroeconómico del país. Otra muestra de ello se observó en el mercado de deuda, donde las tasas de interés de los bonos soberanos de México mantuvieron una correlación positiva con aquellas de Estados Unidos, dando lugar a que las tasas de interés de mediano y largo plazo registraran únicamente ligeros incrementos.

Teniendo en consideración la posibilidad de que la volatilidad en los mercados financieros externos continúe o incluso que se agudice, es fundamental reforzar el marco macroeconómico en nuestro país. Para ello, sería necesario consolidar los esfuerzos recientes en el ámbito fiscal y ajustar oportunamente la postura de política monetaria. Esto contribuiría a mantener la confianza en la economía de México y, por consiguiente, a que el componente de primas de riesgo en las tasas de interés permanezca en niveles bajos, lo que sería crucial ante un entorno externo en el que las condiciones financieras serán más astringentes.

Ante perspectivas de expansión de la economía estadounidense menores que las previstas en el Informe anterior, la reducción de la plataforma de producción de petróleo y el moderado dinamismo de la demanda interna, el pronóstico para la tasa de crecimiento del PIB de México para 2015 se revisa de entre 2.0 y 3.0 por ciento en el Informe previo a un intervalo de entre 1.7 y 2.5 por ciento en el presente Informe. Para 2016, considerando la expectativa de una recuperación más sólida en el sector industrial estadounidense, junto con la perspectiva de avances en la implementación de las reformas estructurales en el país, se anticipa que el crecimiento del PIB de México se ubique en un rango de entre 2.5 y 3.5 por ciento, mismo intervalo al dado a conocer en el Informe previo.

Considerando la ausencia de presiones sobre los precios por el lado de la demanda, así como la evolución reciente de la inflación, se prevé que la postura de política monetaria contribuya a que la inflación continúe mostrando una evolución favorable en lo que resta del año y durante 2016. En particular, se anticipa que las inflaciones general y subyacente anuales se mantengan por debajo de 3 por ciento durante el resto del año. Para 2016, se estima que tanto la inflación general como la subyacente se ubiquen en niveles cercanos a 3 por ciento.

Hacia adelante, la Junta de Gobierno se mantendrá atenta a la evolución de todos los determinantes de la inflación y sus expectativas para horizontes de mediano y largo plazo, en particular al desempeño del tipo de cambio, a la postura monetaria relativa entre México y Estados Unidos, así como a la evolución del grado de holgura de la economía. Esto con el fin de estar en posibilidad de tomar las medidas necesarias con toda flexibilidad y en el momento en que las condiciones lo requieran, para consolidar la convergencia de la inflación al objetivo de 3 por ciento.

2. Evolución Reciente de la Inflación

2.1. La Inflación en el Segundo Trimestre de 2015

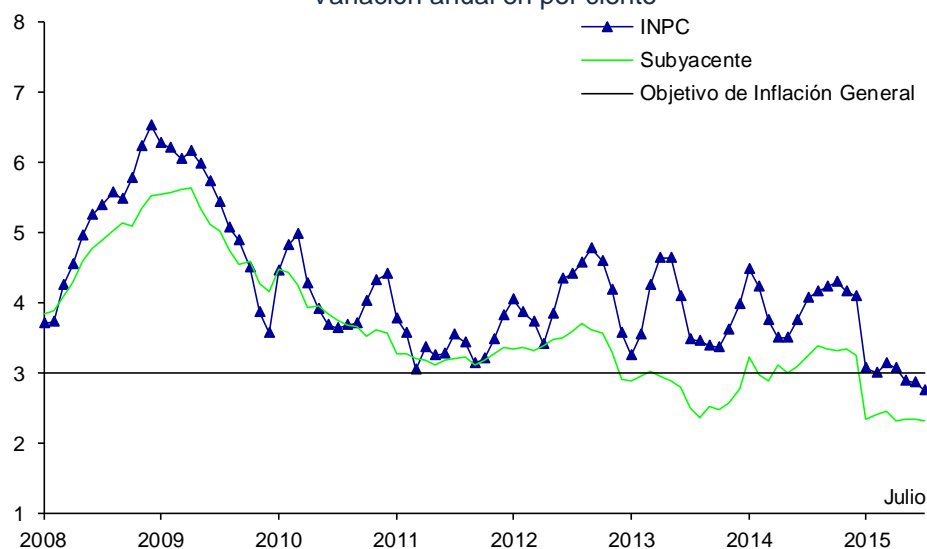
En un entorno de ausencia de presiones sobre los precios por el lado de la demanda agregada, la postura de política monetaria ha contribuido a que la inflación general haya convergido a la meta permanente de 3 por ciento y que incluso desde mayo se haya ubicado por debajo de dicha meta, alcanzando mínimos históricos. Este resultado destaca a la luz de la depreciación significativa del tipo de cambio, cuyo traspaso a precios hasta el momento ha sido limitado, reflejándose, tal como se anticipaba, principalmente en los precios de los bienes durables y sin dar lugar a efectos de segundo orden en el proceso de formación de precios en la economía. Por su parte, las disminuciones en los precios de insumos de uso generalizado, como los energéticos, materias primas y servicios de telecomunicaciones, han coadyuvado, tanto directa como indirectamente, a la evolución favorable de la inflación en el presente año. Así, la inflación general anual registró un promedio de 3.07 por ciento en el primer trimestre de 2015, para posteriormente disminuir a 2.94 por ciento en el trimestre de referencia y alcanzar 2.74 por ciento en julio. La inflación subyacente anual promedio fue 2.39 por ciento en el primer trimestre del año, 2.32 por ciento en el segundo trimestre y 2.31 por ciento en julio (Cuadro 3 y Gráfica 44).

Cuadro 3
Índice Nacional de Precios al Consumidor, Principales Componentes e Indicadores de Media Truncada
Variación anual en por ciento

	2013		2014				2015		
	IV	I	II	III	IV	I	II	Julio	
INPC	3.65	4.16	3.59	4.15	4.18	3.07	2.94	2.74	
Subyacente	2.61	3.03	3.07	3.32	3.30	2.39	2.32	2.31	
Mercancías	2.09	2.91	3.10	3.46	3.57	2.56	2.52	2.47	
Alimentos, Bebidas y Tabaco	2.92	4.65	4.81	5.32	5.35	3.15	2.56	2.27	
Mercancías No Alimenticias	1.43	1.51	1.72	1.96	2.13	2.07	2.49	2.64	
Servicios	3.04	3.14	3.04	3.21	3.08	2.26	2.15	2.18	
Vivienda	2.19	2.24	2.20	2.11	2.14	2.10	2.09	2.08	
Educación (Colegiaturas)	4.42	4.36	4.42	4.29	4.30	4.36	4.35	4.36	
Otros Servicios	3.52	3.73	3.54	4.06	3.72	1.80	1.57	1.64	
No Subyacente	7.02	7.79	5.29	6.89	6.99	5.17	4.92	4.12	
Agropecuarios	4.62	4.33	0.94	6.53	8.04	8.39	8.34	6.94	
Frutas y Verduras	8.77	4.54	-6.86	1.48	-0.73	-1.39	7.43	8.93	
Pecuarios	2.13	4.12	5.49	9.33	13.43	14.15	8.81	5.92	
Energéticos y Tarifas Aut. por Gobierno	8.57	9.99	8.09	7.11	6.35	3.30	2.87	2.42	
Energéticos	8.69	9.87	8.92	7.92	7.12	3.82	3.21	2.61	
Tarifas Autorizadas por Gobierno	8.27	10.23	6.64	5.71	4.93	2.32	2.26	2.08	
Indicador de Media Truncada ^{1/}									
INPC	3.17	3.66	3.65	3.75	3.81	3.10	2.84	2.68	
Subyacente	2.60	2.93	3.05	3.14	3.19	2.81	2.74	2.70	

^{1/} Elaboración propia con información del INEGI.
Fuente: Banco de México e INEGI.

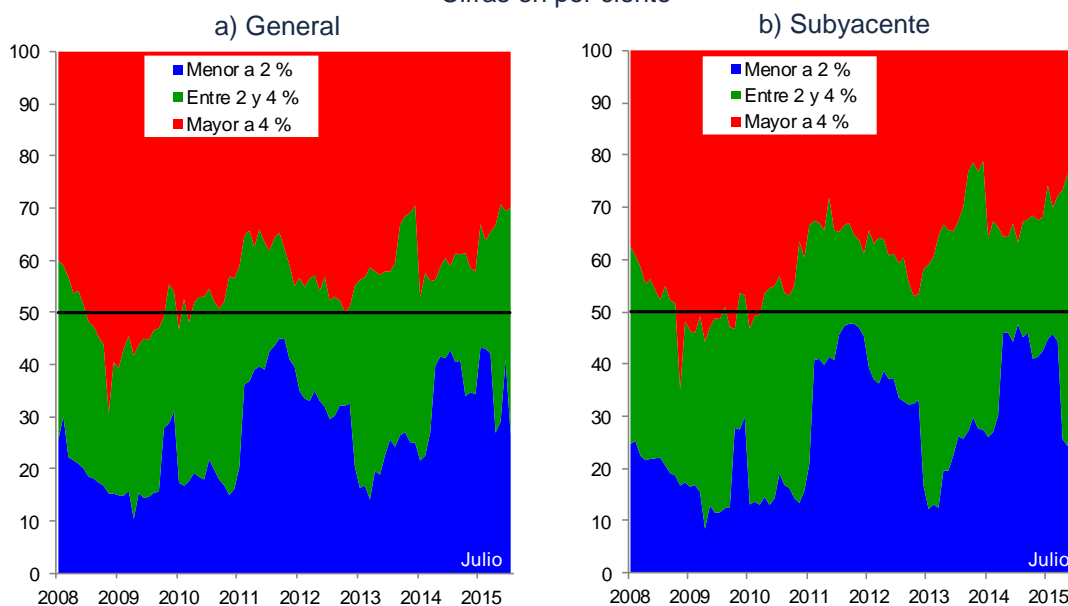
Gráfica 44
Índice Nacional de Precios al Consumidor
 Variación anual en por ciento



Fuente: Banco de México e INEGI.

Distintos indicadores continúan mostrando que la dinámica observada en la inflación general y subyacente obedece a una evolución favorable de los precios de la gran mayoría de los bienes y servicios. Un primer indicador se obtiene de calcular la proporción de la canasta del Índice Nacional de Precios al Consumidor (INPC) que presenta variaciones anuales de precios dentro de ciertos intervalos. Para ello, cada mes se agrupan los genéricos que componen la canasta tanto del índice general como del subyacente en tres categorías de acuerdo a la variación anual de su precio: genéricos con variación anual en su precio menor a 2 por ciento, entre 2 y 4 por ciento, y mayor a 4 por ciento. Al calcular el porcentaje de la canasta del índice de precios que se ubica en cada categoría, se encuentra que un elevado porcentaje presenta incrementos de precio menores a 4 por ciento (áreas azul y verde, Gráfica 2). De hecho, tanto para el INPC como para el subíndice subyacente de la inflación, la proporción de la canasta de bienes y servicios con incrementos anuales de precios menores a 4 por ciento ha venido presentando una tendencia al alza. En particular, en el primer trimestre de 2015 el 65 por ciento de la canasta del índice general tuvo incrementos de precio menores a 4 por ciento, mientras que en el segundo trimestre dicha proporción aumentó a 69 por ciento (Gráfica 45a). En cuanto al componente subyacente, la proporción referida aumentó de 72 a 75 por ciento en las mismas fechas (Gráfica 45b).

Gráfica 45
Porcentaje de la Canasta del INPC según Intervalos de Incremento Anual
 Cifras en por ciento



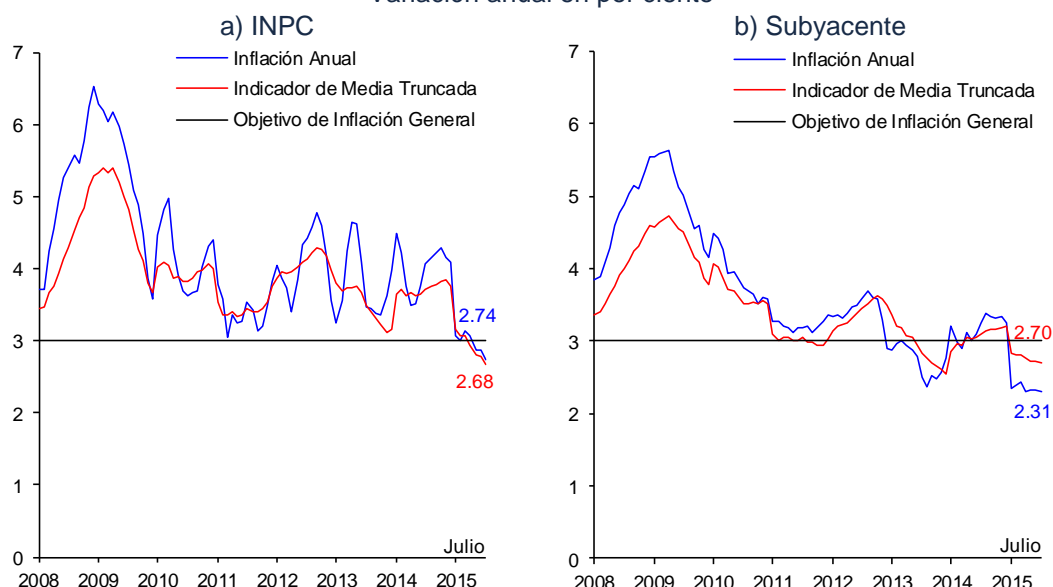
Fuente: Banco de México e INEGI.

La evolución de las medidas de tendencia de mediano plazo tanto de la inflación general como de la subyacente también sugiere que los bajos niveles de la inflación son resultado de la dinámica favorable de los precios de la gran mayoría de los bienes y servicios en la economía. Una de las medidas usadas frecuentemente para analizar la trayectoria de la inflación en el mediano plazo es el Indicador de Media Truncada. Este indicador analiza la evolución de la inflación general y subyacente en la baja frecuencia, sin considerar las variaciones extremas de precios (al alza y a la baja) en cada periodo. Por ello, este indicador no suele verse afectado por cambios en precios relativos de unos cuantos bienes o servicios que tienen efectos de carácter transitorio sobre la inflación.¹⁶ Así, el Indicador de Media Truncada de la inflación general muestra que la menor inflación observada en el trimestre de referencia ha sido resultado de una disminución generalizada en el ritmo de crecimiento de los precios. Específicamente, para la inflación general este indicador se situó por debajo de 3 por ciento en dicho trimestre, mientras que el correspondiente a la inflación subyacente se ubicó en 2.70 por ciento (Gráfica 46 y Cuadro 3).

Otro indicador que resulta útil para evaluar la dinámica inflacionaria es la inflación mensual (ajustada por estacionalidad) anualizada. Este indicador señala que, aun descontando los efectos a la baja por la base de comparación en los indicadores de inflación anual, en el margen tanto la inflación general como la subyacente se ubicaron, en el periodo que cubre este Informe, en niveles congruentes con el objetivo de inflación de 3 por ciento (Gráfica 47).

¹⁶ Para una explicación detallada de la construcción y el uso del Indicador de Media Truncada de la inflación, ver Recuadro 1 “La Media Truncada como Medida de Tendencia de la Inflación”, Informe Trimestral Enero - Marzo 2015.

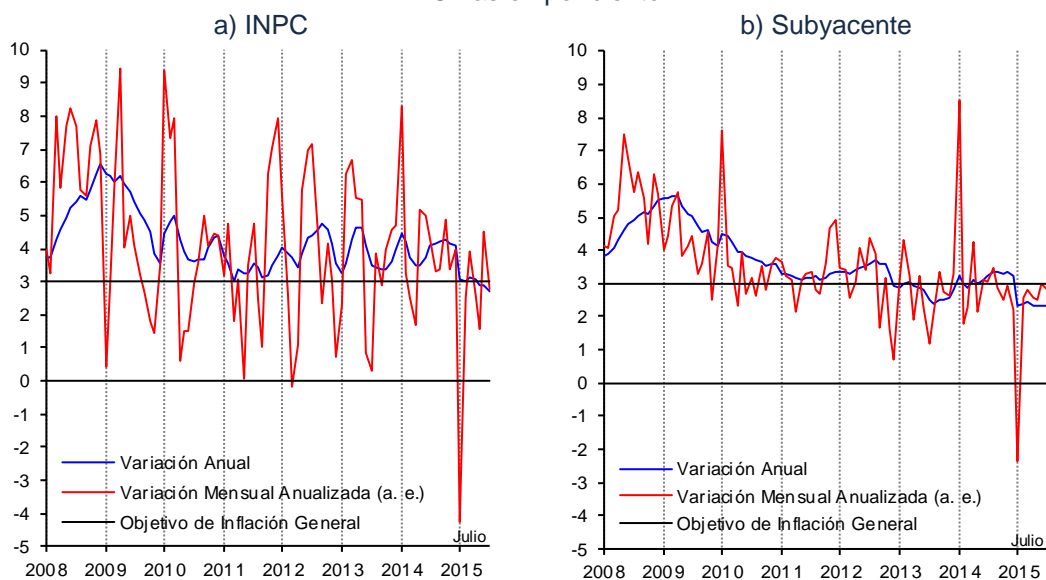
Gráfica 46
Índices de Precios e Indicadores de Media Truncada ^{1/}
 Variación anual en por ciento



1/ 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 por ciento de la canasta del índice de precios, respectivamente; y iii) con los genéricos restantes, que por construcción se ubican en el centro de la distribución, se calcula el Indicador de Media Truncada.

Fuente: Elaboración propia con información de Banco de México e INEGI.

Gráfica 47
Variación Anual y Variación Mensual Desestacionalizada Anualizada
 Cifras en por ciento



a. e. / Cifras ajustadas estacionalmente.

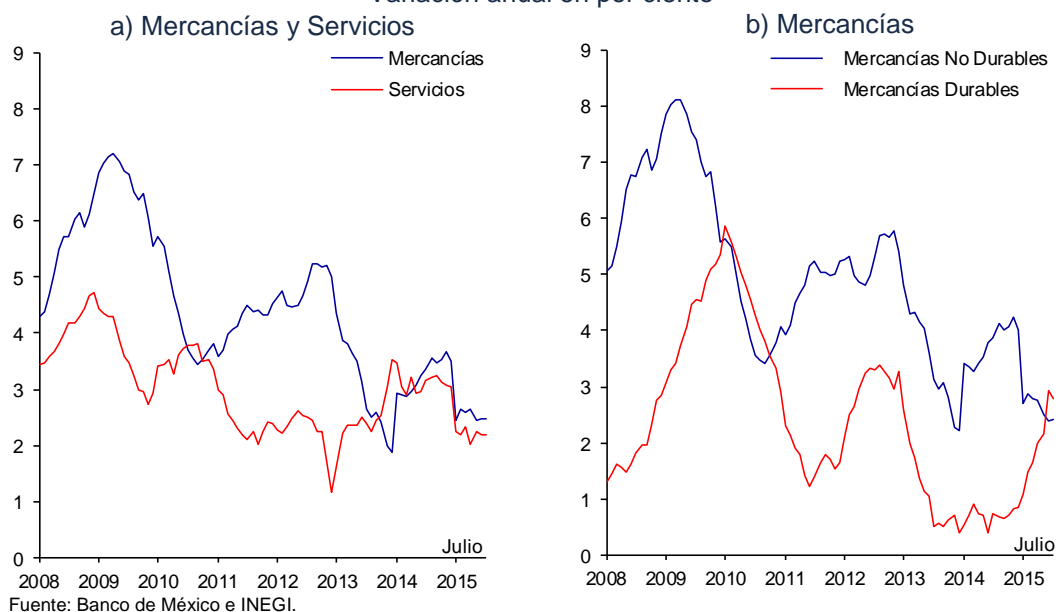
Fuente: Desestacionalización propia con información de Banco de México e INEGI.

Así, los indicadores previos muestran que la trayectoria reciente de la inflación se explica por una evolución favorable de los precios de la gran mayoría de los bienes y servicios de la economía y no solo de la evolución de los precios de unos cuantos. Esto significa que durante 2015 la inflación ha convergido al objetivo permanente de 3 por ciento.

El comportamiento favorable de la inflación subyacente se ha manifestado tanto en el subíndice de precios de las mercancías, como en el de los servicios. En efecto, la variación anual de ambos subíndices se ha situado por debajo de 3 por ciento, lo que refleja que el incremento en el precio relativo de las mercancías en relación al de los servicios ha sido moderado hasta ahora, en comparación con el que sería de esperarse a la luz de la depreciación que el tipo de cambio real ha presentado. A saber:

- La variación anual promedio del subíndice de precios de las mercancías se ubicó en 2.56 por ciento en el primer trimestre de 2015 en tanto que en el segundo se situó en 2.52 por ciento y en 2.47 por ciento en julio. En el caso de las mercancías no alimenticias, la tasa de variación anual promedio se incrementó de 2.07 a 2.49 por ciento en los trimestres referidos y a 2.64 por ciento en julio. Esto es reflejo de la depreciación de la moneda nacional, cuyo efecto se ha concentrado, principalmente, en los precios de las mercancías durables, las cuales pasaron de una tasa de variación anual promedio de 1.40 por ciento en el primer trimestre de 2015 a 2.36 por ciento en el segundo y 2.78 por ciento en julio. Por su parte, en el subíndice de las mercancías alimenticias se observó una disminución de su tasa de variación anual, lo cual se explica en buena medida por el menor ritmo de incrementos en los precios de las materias primas alimenticias. Así, la tasa de variación anual promedio de este subíndice disminuyó de 3.15 por ciento en el primer trimestre a 2.56 por ciento en el segundo y a 2.27 por ciento en julio (Gráfica 48).
- El subíndice de precios de los servicios disminuyó su tasa de variación anual promedio de 2.26 a 2.15 por ciento entre el primer y el segundo trimestre de 2015. En julio se situó en 2.18 por ciento (Gráfica 48a). En su mayor parte, la disminución mencionada se asocia al comportamiento del grupo de servicios distintos a educación y vivienda, cuya variación anual pasó de 1.80 a 1.64 por ciento entre el primer trimestre y julio. A esto último, han contribuido las reducciones que se han observado en los precios del sector de las telecomunicaciones, así como los menores incrementos en relación a los del año previo en los precios de los servicios turísticos.

Gráfica 48
Índice de Precios Subyacente
 Variación anual en por ciento

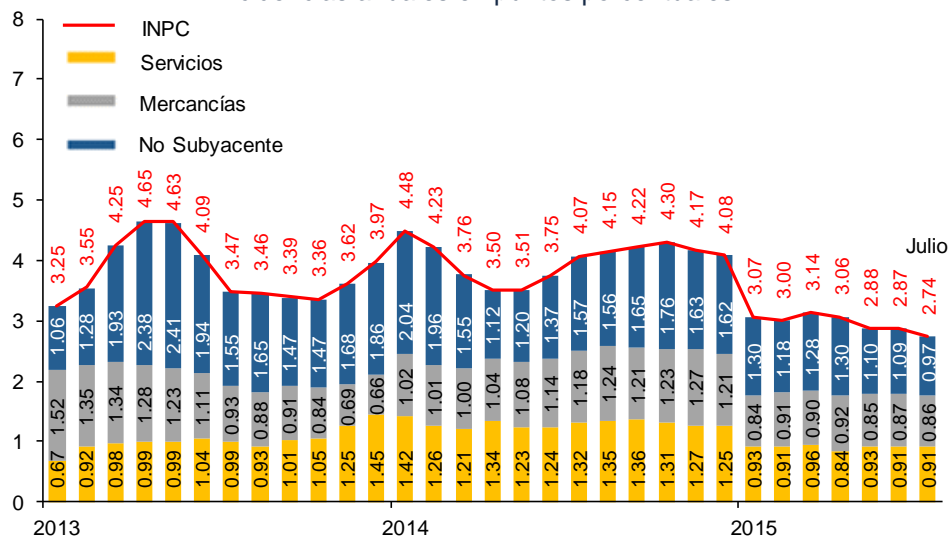


El componente no subyacente redujo su tasa de crecimiento anual promedio de 5.17 por ciento en el primer trimestre de 2015 a 4.92 por ciento en el trimestre que se reporta y a 4.12 por ciento en julio. Consecuentemente, las contribuciones promedio de este componente a la inflación general también presentaron disminuciones entre los trimestres referidos (Gráfica 49 y Cuadro 3).

- Al respecto, destacan las tasas de variación anual promedio del subíndice de precios de energéticos y tarifas autorizadas por distintos niveles de gobierno, las cuales mostraron una disminución entre el primer y el segundo trimestre del año al pasar de 3.30 a 2.87 por ciento y a 2.42 por ciento en julio. En este resultado ha tenido particular relevancia la evolución de los precios de los energéticos, los cuales disminuyeron su tasa de variación anual promedio de 3.82 por ciento en el primer trimestre a 3.21 por ciento en el segundo y a 2.61 por ciento en julio. En particular, las tasas de variación anual promedio de las tarifas de electricidad de uso residencial pasaron de 0.07 a -2.09 por ciento en los trimestres referidos. Por su parte, el crecimiento anual promedio de los precios de las gasolinas en los trimestres mencionados disminuyó de 5.23 a 5.09 por ciento, mientras que el del gas doméstico lo hizo de 5.28 a 3.51 por ciento.
- La tasa de variación anual promedio del subíndice de precios de los productos agropecuarios se mantuvo relativamente estable al pasar de 8.39 a 8.34 por ciento entre el primer y el segundo trimestre de 2015 y a 6.94 por ciento en julio. Cabe señalar que al interior de este grupo se observó un comportamiento diferenciado, ya que mientras que la tasa de variación anual promedio del subíndice de las frutas y verduras aumentó, la del subíndice de precios de los productos pecuarios disminuyó. Así, la del primer subíndice mencionado pasó de -1.39 a 7.43 por ciento entre

los trimestres señalados y se ubicó en 8.93 por ciento en julio. Por su parte, las cifras correspondientes al subíndice de precios de los productos pecuarios en los mismos lapsos fueron 14.15, 8.81 y 5.92 por ciento, respectivamente.

Gráfica 49
Índice Nacional de Precios al Consumidor
 Incidencias anuales en puntos porcentuales ^{1/}

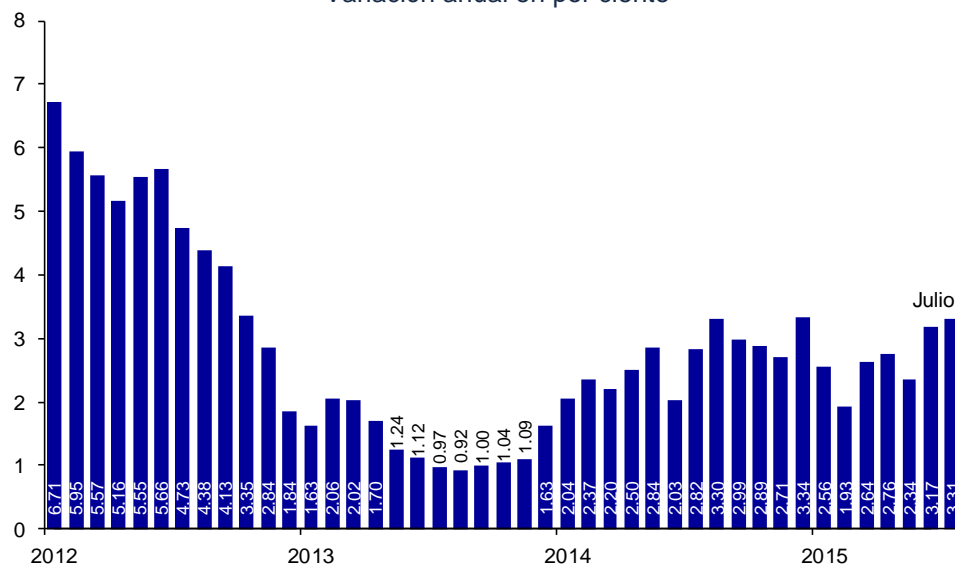


^{1/} En ciertos casos la suma de los componentes respectivos puede tener alguna discrepancia por efectos de redondeo. Fuente: Elaboración propia con información del INEGI.

2.2. Índice Nacional de Precios al Productor

En lo que corresponde al Índice Nacional de Precios al Productor (INPP) de producción total, excluyendo petróleo, en el primer trimestre de 2015 registró una tasa de variación anual promedio de 2.38 por ciento, mientras que en el segundo trimestre fue 2.76 por ciento en tanto que en julio fue 3.31 por ciento (Gráfica 50). El incremento referido obedeció, principalmente, al aumento de los precios en pesos de algunas mercancías de exportación, tales como aparatos electrónicos, computadoras y automóviles, lo cual se reflejó en el índice de mercancías y servicios finales. Por su parte, los bienes y servicios de uso intermedio continuaron exhibiendo tasas de crecimiento anual en sus precios por debajo de las registradas por las mercancías y servicios finales, destacando las de las tarifas eléctricas industriales y las de los productos derivados de petróleo.

Gráfica 50
Índice Nacional de Precios al Productor ^{1/}
 Variación anual en por ciento



^{1/} Índice Nacional de Precios al Productor Total, excluyendo petróleo.
 Fuente: Banco de México e INEGI.

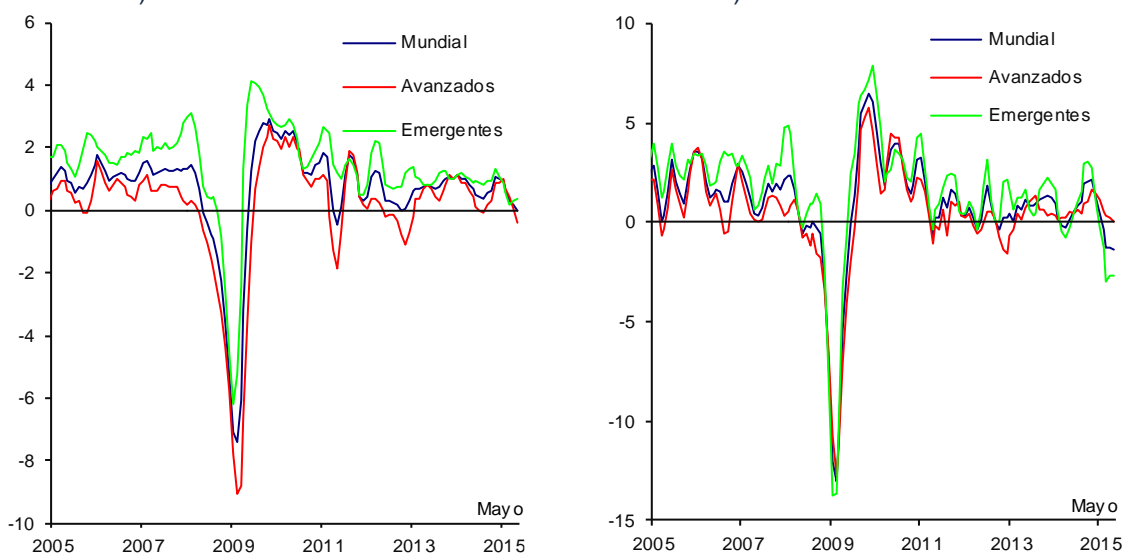
3. Entorno Económico y Financiero Prevaliente en el Segundo Trimestre de 2015

3.1. Condiciones Externas

La actividad económica mundial registró una recuperación moderada durante el segundo trimestre, luego del débil crecimiento del primer trimestre. El mayor ritmo de expansión obedeció, principalmente, al repunte del consumo privado en las economías avanzadas ante posturas monetarias acomodaticias. En contraste, se observó una disminución en el volumen de comercio y un bajo dinamismo de la producción industrial mundial (Gráfica 51). En este contexto, la volatilidad en los mercados financieros internacionales se mantuvo elevada ante la incertidumbre alrededor del proceso de normalización de la política monetaria en Estados Unidos. A ello también contribuyeron la situación en Grecia, los problemas en los mercados financieros en China, así como la disminución en los precios de los bienes primarios, por el efecto desfavorable que esto implica para la actividad económica, la balanza comercial y las finanzas públicas de muchas economías emergentes.

Gráfica 51
Actividad Económica y Comercio Mundial

Variación sobre tres meses del promedio móvil de tres meses en por ciento



Fuente: CPB Netherlands.

3.1.1. Actividad Económica Mundial

En Estados Unidos, la actividad económica se recuperó en el segundo trimestre, al crecer a una tasa trimestral anualizada de 2.3 por ciento, comparada con 0.6 por ciento en el trimestre previo, al disiparse algunos de los factores transitorios que la afectaron al inicio del año.¹⁷ Entre los componentes de la demanda agregada más dinámicos destacan el consumo privado y la inversión residencial (Gráfica 52a). No obstante, la inversión en estructuras no residenciales y en equipo registró una

¹⁷ De acuerdo al Informe de Avance del Producto Interno Bruto del Segundo Trimestre de 2015 del Bureau of Economic Analysis (BEA).

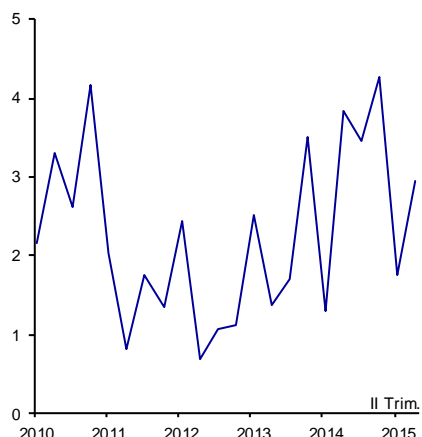
nueva contracción debido, en buena medida, a la todavía débil actividad de extracción de yacimientos energéticos.

Por su parte, la apreciación del dólar, los bajos precios del petróleo y el débil crecimiento de la demanda externa continuaron teniendo un efecto negativo sobre la producción industrial y las exportaciones netas de Estados Unidos. En particular, la producción industrial acentuó su debilidad, contrayéndose 1.7 por ciento a tasa trimestral anualizada en el segundo trimestre, comparada con una disminución de 0.2 por ciento en el primero (Gráfica 52b). A esto contribuyó el fuerte descenso de la actividad minera (12.7 por ciento), asociado en buena medida a la menor exploración y perforación de pozos de petróleo y gas. En contraste, la producción manufacturera registró una modesta recuperación (1.5 por ciento), luego de una caída de 0.7 por ciento en el primer trimestre, apoyada por la mayor fabricación de vehículos y partes.

A pesar de ello, las condiciones del mercado laboral siguieron mejorando con respecto a lo observado en el trimestre previo, sin que hasta ahora se hayan observado presiones al alza sobre la inflación salarial (Gráfica 52c). Durante el segundo trimestre se generaron en promedio 226 mil plazas no agrícolas al mes, comparadas con 195 mil en el primer trimestre. En julio, la nómina no agrícola continuó expandiéndose en 215 mil empleos. En el caso de la tasa de desempleo, esta descendió ligeramente de 5.5 por ciento en marzo a 5.3 por ciento en junio, permaneciendo sin cambio en julio. No obstante, la tasa de participación laboral se mantuvo en niveles bajos (de 62.7 por ciento de la población en edad de trabajar en marzo a 62.6 por ciento en julio), apuntando todavía a la existencia de cierta holgura en el mercado laboral.

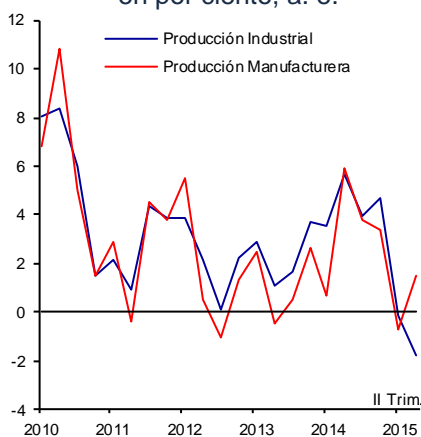
Gráfica 52
Actividad Económica en Estados Unidos

a) Gasto Real en Consumo
Variación trimestral anualizada en por ciento, a. e.



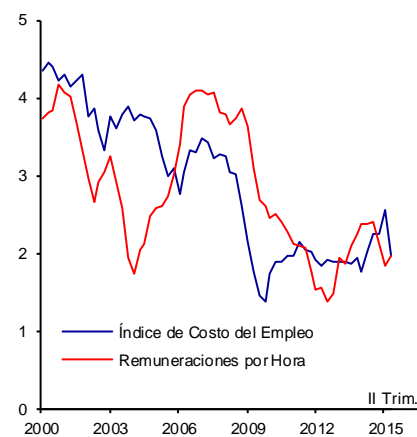
a. e. / Cifras con ajuste estacional.
Fuente: BEA.

b) Producción Industrial y Manufacturera
Variación trimestral anualizada en por ciento, a. e.



a. e. / Cifras con ajuste estacional.
Fuente: Reserva Federal.

c) Indicadores Salariales
Variación anual en por ciento

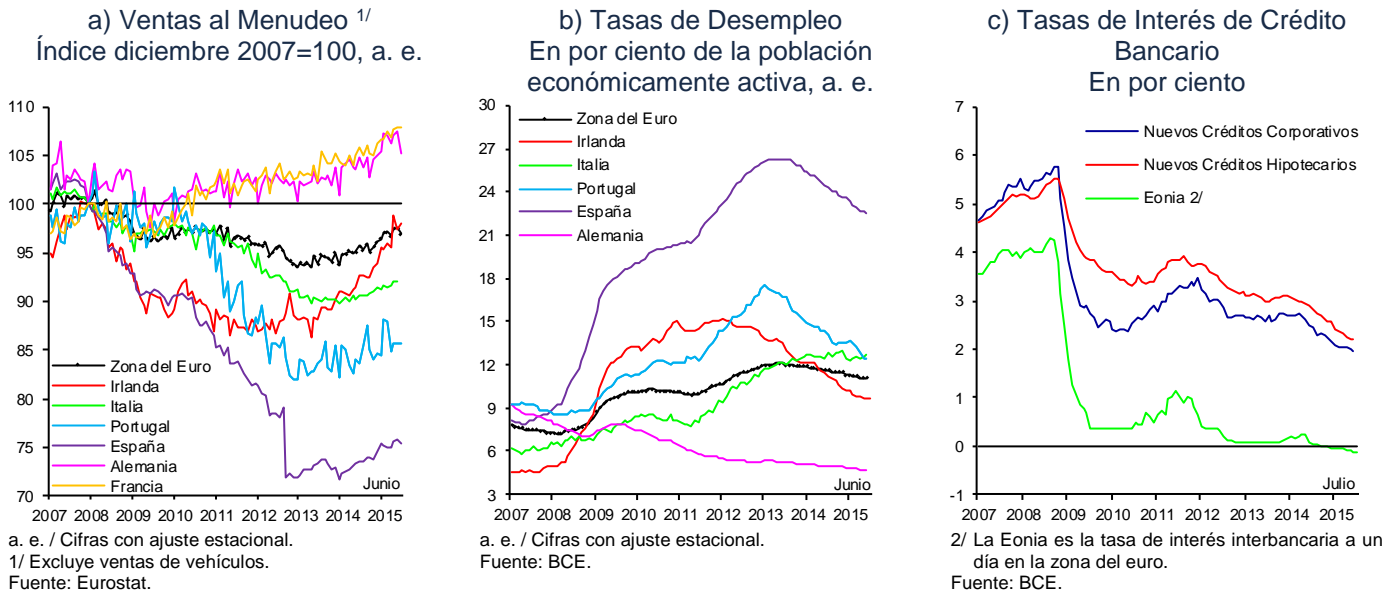


Fuente: BLS, Haver Analytics.

Durante el segundo trimestre, la actividad de la zona del euro continuó recuperándose a un ritmo moderado, particularmente como reflejo del dinamismo del consumo y una incipiente recuperación de la inversión (Gráfica 53a). Esta

recuperación fue impulsada por el relajamiento monetario adicional y la reciente depreciación del euro. Sin embargo, el ritmo de crecimiento aún sigue afectado por el elevado nivel de desempleo, el todavía bajo crecimiento del crédito y persistentes deficiencias estructurales (Gráfica 53b). El amplio relajamiento de las condiciones monetarias también ha apoyado a una reducción importante en las tasas de interés al sector privado no financiero, lo que se ha reflejado en una mejoría en la confianza de los consumidores y las empresas (Gráfica 53c).

Gráfica 53
Actividad Económica en la Zona del Euro



La posible salida de Grecia de la zona del euro ha representado un riesgo recurrente para la región en los últimos años. A partir de 2009, este país venía implementando un programa de ajuste económico, supervisado por autoridades europeas y por el Fondo Monetario Internacional (FMI). Este esfuerzo, el cual fue apoyado con financiamiento importante y una reestructuración de la deuda soberana, había logrado reducir sustancialmente los elevados déficits públicos y de cuenta corriente. No obstante, en el último año se registraron serios retrocesos en la implementación de dicho programa, lo que se reflejó en un mayor debilitamiento de la economía y en crecientes niveles de endeudamiento. En este entorno, un nuevo gobierno, electo a principios de este año bajo una plataforma contraria a la continuación de la implementación de las medidas de ajuste, no alcanzó un acuerdo con sus acreedores para modificar el programa de apoyo financiero. Esto derivó en un incumplimiento de pago al FMI a finales de junio (regularizado en julio) y en un fuerte deterioro adicional de su situación económica y financiera, lo que condujo a un cierre temporal de sus mercados financieros y a la imposición de controles de capital. Ante el aumento del riesgo de una salida de este país de la zona del euro, las autoridades griegas se vieron obligadas a mediados de julio a aceptar la aprobación inmediata de un paquete de medidas severas para reiniciar negociaciones con sus acreedores para un nuevo programa financiero multianual. El acuerdo tentativo que se alcanzó redujo la incertidumbre en los mercados financieros internacionales proveniente de la crisis griega. No obstante, la implementación de este nuevo programa enfrentará retos importantes, particularmente debido a los elevados niveles de endeudamiento y a la magnitud

del ajuste fiscal que se requiere para asegurar la sostenibilidad de la deuda en el mediano plazo. Por consiguiente, la evolución de la situación económica en Grecia continuará siendo un factor de riesgo para Europa y los mercados financieros internacionales.

Hasta el momento el impacto de la crisis en Grecia sobre la actividad económica y la estabilidad financiera de la zona del euro ha sido limitado. Esto se atribuye, entre otros factores, a la reducida participación de ese país en el comercio de otros países de la región, a la baja exposición del sector privado del resto de la zona del euro a activos griegos y al compromiso por parte del Banco Central Europeo (BCE) a utilizar los instrumentos a su disposición para salvaguardar la estabilidad de la zona.

Por otro lado, después de un desempeño favorable en el trimestre previo, el ritmo de crecimiento de la economía de Japón parece haberse moderado significativamente en el segundo trimestre. Esto fue reflejo de una contracción de la producción industrial y de las exportaciones. Adicionalmente, el crecimiento del consumo se debilitó, a pesar del aumento en las remuneraciones y la mejoría del mercado laboral, parcialmente por condiciones climáticas adversas. Por otra parte, las encuestas de confianza de negocios, así como los pedidos y envíos de bienes de capital ofrecen señales mixtas sobre la evolución de la inversión de negocios en el trimestre, pese a las elevadas ganancias corporativas.

La actividad en las economías emergentes siguió debilitándose en el segundo trimestre. Aunque la caída en esta parece haberse concentrado en países como Rusia y Brasil, la moderación en el crecimiento se ha extendido a un mayor número de economías, incluyendo las de países emergentes de Asia, distintos de India.¹⁸ En particular, esas economías han registrado menores tasas de crecimiento y, en varios casos, contracciones de su producción industrial y de sus exportaciones (Gráfica 54).

En el caso de China, se presentaron señales que sugieren que la tendencia a la baja en sus tasas de crecimiento se podría estar estabilizando, apoyado por las medidas de estímulo monetario adoptadas por el banco central. No obstante, existe el riesgo de que esta aparente mejoría sea temporal a la luz de las fuertes caídas en los mercados accionarios del país y considerando que el menor crecimiento en el resto de las economías emergentes de Asia pudiera estar reflejando una persistente debilidad de la economía de China aún no manifestada en los datos.

Ante el ajuste observado en los mercados accionarios de China a finales del segundo trimestre y principios de julio, luego del impulso que recibieron, entre otros factores, por el elevado apalancamiento de los inversionistas para la adquisición de acciones, han surgido dudas sobre el proceso de liberalización de los mercados financieros de este país y sobre su capacidad para asegurar la estabilidad financiera en el mediano plazo dado el elevado crecimiento del crédito en los últimos años.¹⁹ Adicionalmente, el banco central de ese país anunció el 11 de agosto la depreciación de 1.9 por ciento de la paridad central del tipo de cambio del yuan frente al dólar para reflejar mejor las condiciones del mercado cambiario.

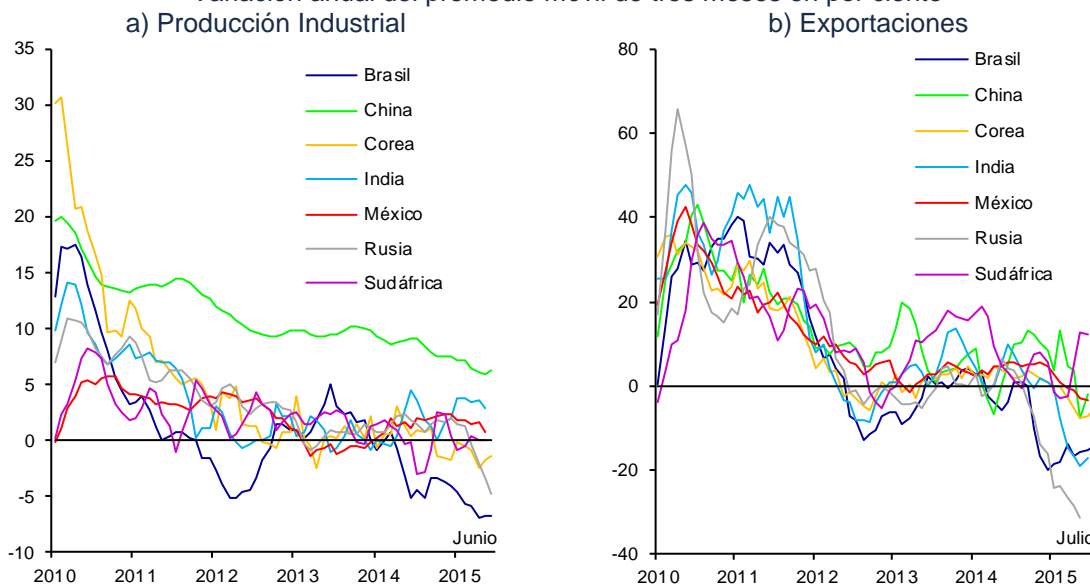
¹⁸ Este grupo incluye: China, Corea, Indonesia, Tailandia, Malasia, Filipinas, Bangladés y Vietnam.

¹⁹ Entre las medidas adoptadas por las autoridades chinas para hacer frente a los problemas de su mercado accionario se encuentran: la canalización de financiamiento del banco central para la compra de acciones, la imposición de restricciones temporales a la venta de acciones, la prohibición de ventas en corto, la suspensión de ofertas públicas iniciales, la suspensión temporal de la cotización de títulos, y el relajamiento de *requerimientos de margen* para la compra de acciones.

Asimismo, señalaron que a partir de esta fecha buscarán que la cotización de la paridad central diaria refleje las condiciones prevalecientes en el mercado al cierre del día previo.

Gráfica 54
Actividad en Economías Emergentes

Variación anual del promedio móvil de tres meses en por ciento

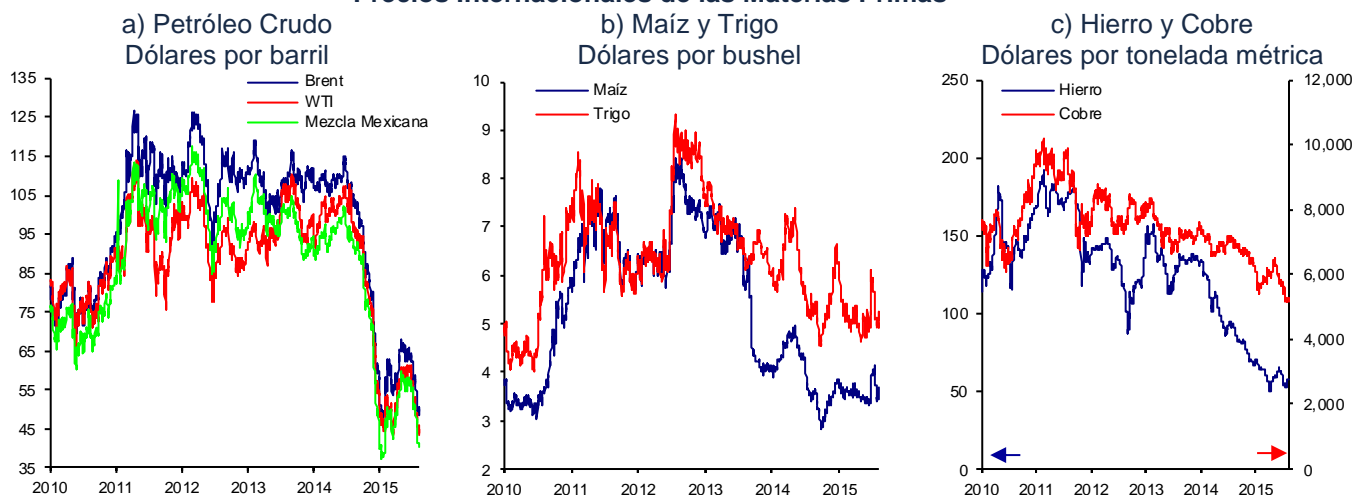


Fuente: Haver Analytics.

3.1.2. Precios de las Materias Primas

Los precios de las materias primas mostraron una elevada volatilidad durante el periodo que cubre este Informe, si bien continuaron ubicándose en niveles bajos. En particular, los precios del petróleo aumentaron durante la mayor parte del segundo trimestre ante indicios de una mayor demanda y una caída en el nivel de inventarios. No obstante, a la postre estos incrementos se revirtieron debido, entre otros factores, a la incipiente recuperación en el número de plataformas de perforación en operación en Estados Unidos, a la posibilidad de que Irán aumente sus exportaciones de crudo después de haber logrado un acuerdo preliminar que podría remover las sanciones económicas impuestas a este país, y a una fuerte recuperación de los inventarios. Así, el precio del petróleo tipo WTI y el de la mezcla mexicana se redujeron de 50 y 45 dólares por barril a finales de marzo, a 43 y 40 dólares a principios de agosto, después de haber alcanzado niveles cercanos a los 60 y 58 dólares en junio, respectivamente (Gráfica 55a). Por su parte, los precios de los granos se mantuvieron en niveles bajos, si bien registraron un aumento moderado durante las últimas semanas. Esto último se debió a la expectativa de una caída en la producción de trigo y maíz como resultado de condiciones climáticas adversas en Estados Unidos, Canadá y Europa (Gráfica 55b). En contraste, los precios de los metales continúan a la baja como consecuencia de una débil demanda global y de la apreciación generalizada del dólar estadounidense (Gráfica 55c).

Gráfica 55
Precios Internacionales de las Materias Primas ^{1/}



^{1/} Mercado Spot.
Fuente: Bloomberg.

3.1.3. Tendencias de la Inflación en el Exterior

Durante el segundo trimestre del año, la inflación a nivel mundial detuvo su tendencia descendente y mostró una gradual recuperación. En las principales economías avanzadas, las expectativas de inflación extraídas de instrumentos financieros registraron un ligero aumento, reflejando una disminución en los riesgos de deflación y de efectos de segundo orden asociados con la caída en los precios del petróleo observada en meses previos (Gráfica 56a). Sin embargo, se anticipa que la inflación se mantendrá por debajo de los objetivos de los bancos centrales en lo que resta del año.

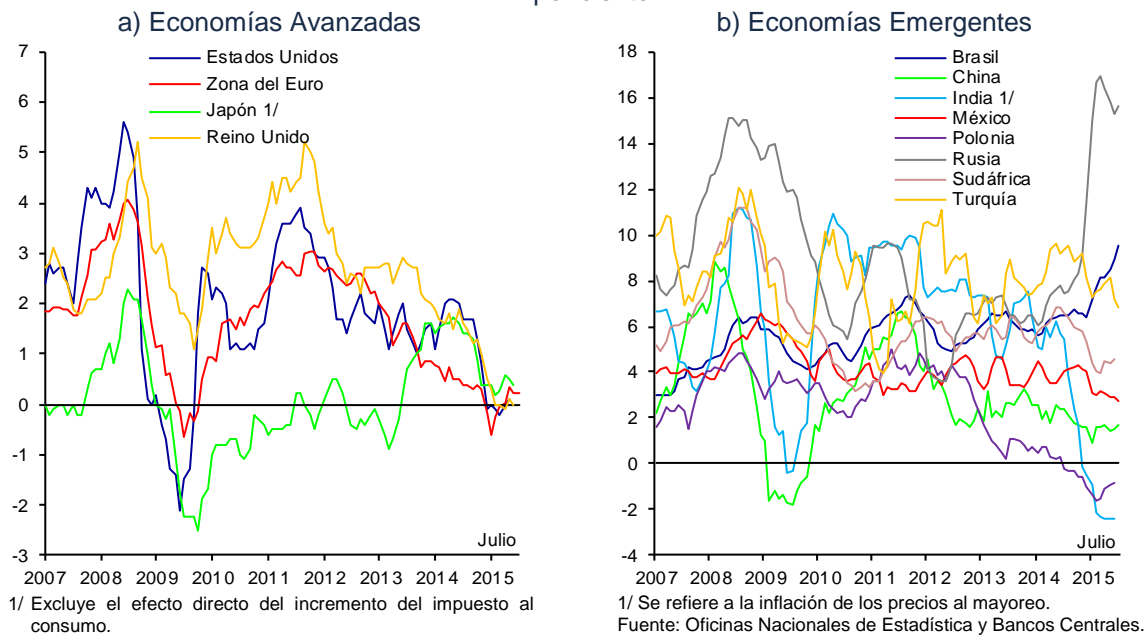
En Estados Unidos, la variación anual del deflactor del consumo continuó en niveles bajos registrando un incremento de 0.3 por ciento en marzo y junio. En el caso de la medición subyacente, esta también se mantuvo estable, con una variación anual de 1.3 por ciento en junio, igual a la registrada en marzo. Se prevé que la inflación aumentará de manera gradual a niveles cercanos al objetivo de 2 por ciento en la medida en que los efectos de la elevada base de comparación de los precios de la energía observada el año pasado se vayan diluyendo. No obstante, esto podría no ocurrir si la tendencia a la baja de los últimos días en los precios del petróleo se consolida.

En la zona del euro, la inflación alcanzó un punto de inflexión en enero y a partir de entonces se ha incrementado (de -0.1 por ciento en marzo a 0.2 por ciento en junio), principalmente por una contribución menos negativa de los precios de la energía. Se espera que el impacto de la depreciación del euro sobre la inflación sea más visible en los próximos meses, particularmente en la inflación subyacente, la cual pasó de 0.6 por ciento en marzo a 0.8 por ciento en junio. De acuerdo con el BCE, el traspaso de la depreciación del tipo de cambio, en conjunto con la recuperación de la demanda interna, se traducirá en un repunte de la inflación a finales del año, con una tendencia gradual al alza en los próximos años. No obstante, si bien las expectativas de inflación de mediano plazo mostraron una ligera mejoría durante el segundo trimestre, estas se mantienen en alrededor de

1.0 por ciento, por debajo de la meta del BCE (inflación cercana pero inferior al 2.0 por ciento).

Por su parte, el panorama de la inflación en las economías emergentes ha sido más diferenciado. En particular, la mayoría de los países mostraron inflaciones bajas en un entorno de demanda interna débil, mientras que en otros, como Brasil y Rusia, la inflación ha registrado una trayectoria al alza debido a factores idiosincrásicos y desbalances en sus economías (Gráfica 56b).

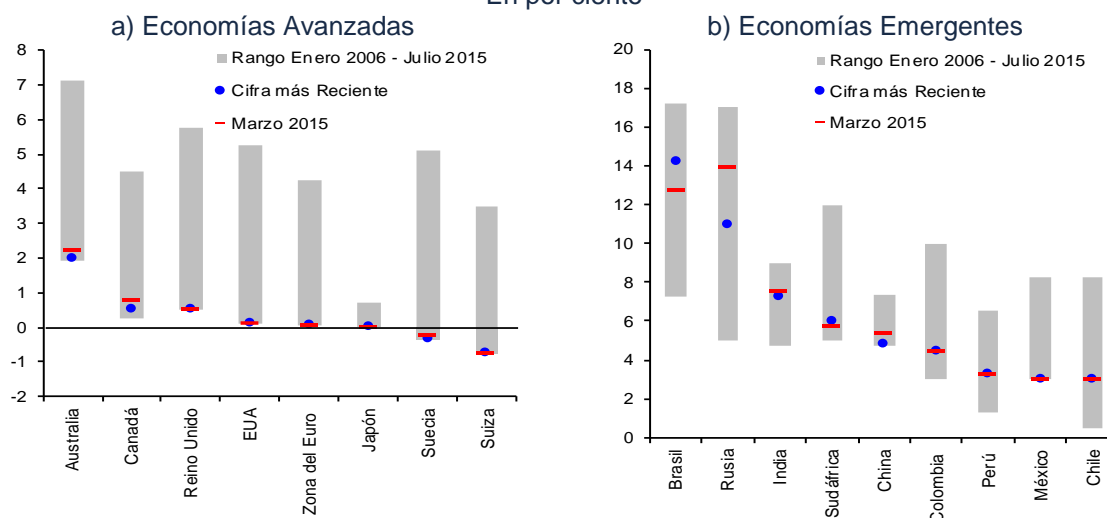
Gráfica 56
Inflación General Anual en Economías Avanzadas y Emergentes
En por ciento



3.1.4. Política Monetaria y Mercados Financieros Internacionales

En el entorno descrito, durante el periodo que cubre este Informe prevalecieron posturas monetarias acomodaticias tanto en economías avanzadas como emergentes. Hacia adelante, se anticipa que la Reserva Federal iniciará el proceso de normalización de su política monetaria antes de terminar el año, mientras que se espera que el BCE y el Banco de Japón mantengan posturas ampliamente acomodaticias durante algún tiempo (Gráfica 57).

Gráfica 57
Tasas de Política Monetaria en Economías Avanzadas y Emergentes
 En por ciento



Fuente: Haver Analytics.

La Reserva Federal, en su reunión de julio, mantuvo sin cambio su tasa de referencia y su orientación sobre posibles modificaciones a esta (*forward guidance*), señalando que aumentará el rango objetivo de la tasa de fondos federales una vez que observe algún avance adicional en el mercado laboral y que esté razonablemente confiada de que la inflación regresará a su meta de 2 por ciento en el mediano plazo. Esa Institución continuó señalando que la actividad económica ha seguido expandiéndose a un ritmo moderado en los últimos meses. No obstante, enfatizó que el mercado laboral siguió mejorando, mostrando sólidos aumentos en el empleo, una menor tasa de desempleo y que el grado de holgura en dicho mercado ha disminuido desde inicios de año. En cuanto a la inflación, reiteró que esta se mantiene por debajo de la meta. Adicionalmente, diversos funcionarios de esa Institución han mencionado que, con base en sus previsiones actuales, estiman que el primer incremento en la tasa de interés de referencia tendrá lugar en 2015 y que el ritmo de aumentos subsecuentes será gradual.

En la zona del euro, el BCE mantuvo sin cambio sus tasas de referencia durante el periodo que cubre este Informe. Por otra parte, en su reunión de julio, el BCE manifestó que la volatilidad en los mercados financieros, en parte atribuida a la incertidumbre sobre la permanencia de Grecia en la zona del euro, no ha cambiado su perspectiva de una recuperación económica en la región y de un incremento gradual en la inflación en los próximos años. Sin embargo, advirtió que si se presenta un apretamiento injustificado de las condiciones monetarias, o si las perspectivas para la estabilidad de precios cambiaran significativamente, respondería utilizando todos los instrumentos disponibles dentro de su mandato.

En su reunión de agosto, el Banco de Japón ratificó que continuará con su programa de relajamiento monetario anunciado en octubre pasado con el fin de alcanzar su meta de inflación del 2 por ciento, al considerar que las medidas de estímulo cuantitativo y cualitativo implementadas están teniendo los efectos esperados. De esta forma, mantuvo el objetivo de incrementar la base monetaria a un ritmo anual de cerca de 80 billones de yenes, y su decisión de seguir comprando bonos del gobierno y otros instrumentos. Además, señaló que las expectativas de

inflación de largo plazo han continuado recuperándose, pero que la inflación anual probablemente permanecerá en niveles bajos por algún tiempo, debido a los efectos de la caída en los precios de la energía.

La volatilidad en los mercados financieros internacionales continuó durante el periodo que cubre este Informe, ante la incertidumbre que prevalece sobre el inicio y subsecuente ritmo de normalización de la política monetaria de Estados Unidos. A dicha volatilidad también contribuyeron la situación descrita en Grecia, los problemas señalados en los mercados accionarios en China, así como la disminución en los precios de las materias primas, principalmente del petróleo.

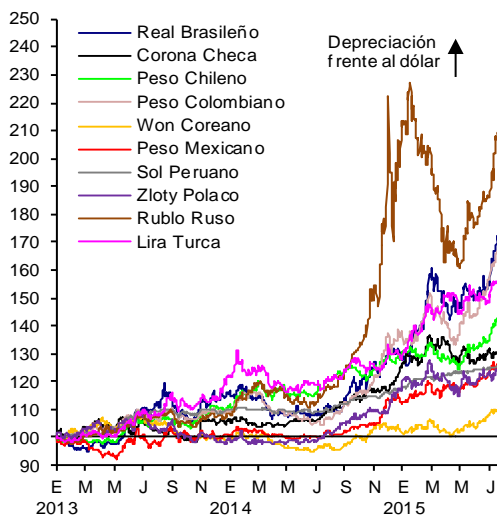
Ante ello, los mercados de divisas continuaron mostrando una elevada volatilidad, donde las monedas de economías emergentes, que también se han visto afectadas por los menores precios de los bienes primarios, registraron una depreciación considerable en un contexto de menores flujos de capital (Gráfica 58). Adicionalmente, el elevado nivel de endeudamiento corporativo en algunas economías emergentes tuvo un efecto negativo sobre la percepción de riesgo de estas. Todo lo anterior ha dado lugar a condiciones de acceso a financiamiento más restrictivas en los mercados internacionales para este grupo de países. Hacia adelante, ante la perspectiva de que los precios de los bienes primarios permanezcan en niveles bajos y de que se observe una trayectoria al alza en la tasa de fondos federales en Estados Unidos, es de esperarse que las condiciones de acceso a financiamiento de estas economías se tornen menos favorables. No obstante, la decisión de la Reserva Federal de iniciar el proceso de normalización de la política monetaria tendrá lugar bajo un escenario de una recuperación sostenida del crecimiento de Estados Unidos. El aumento esperado en la actividad de este país deberá tener efectos positivos sobre la economía mundial, en particular en sus principales socios comerciales, como México y Canadá.

Por último, durante el periodo que cubre este Informe también se presentó una mayor volatilidad en los mercados accionarios y de bonos soberanos (Gráfica 59). Así, las tasas de interés de largo plazo en las principales economías avanzadas aumentaron, debido principalmente al inicio de un proceso de corrección en las primas por plazo que se encontraban en niveles históricamente bajos y a una disminución en el riesgo de deflación en este grupo de países. Esto como reflejo de una mejoría en general de las perspectivas económicas, así como del inminente inicio del proceso de normalización de la política monetaria en Estados Unidos. Sin embargo, en las últimas semanas, las tasas de interés de largo plazo mostraron una tendencia a estabilizarse como resultado de una mayor aversión al riesgo, motivada por un entorno de volatilidad ante la incertidumbre generada por la caída en los índices accionarios de China y la situación en Grecia. Por su parte, los mercados accionarios de las principales economías avanzadas también registraron una elevada volatilidad, reflejando, en parte, un ajuste al entorno de mayores tasas de interés.

Gráfica 58

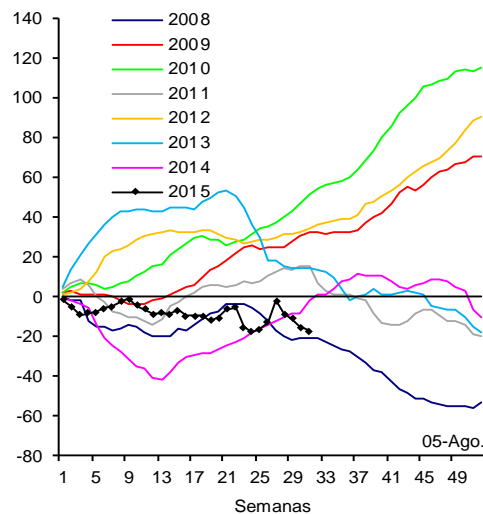
Indicadores Financieros de Economías Emergentes

a) Tipo de Cambio
Índice 01/01/2013=100



Fuente: Bloomberg.

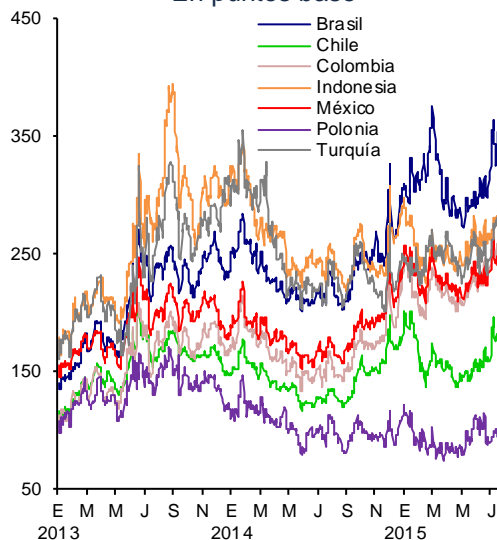
b) Flujos Acumulados de Fondos Dedicados a Economías Emergentes (Deuda y Acciones) ^{1/}



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.

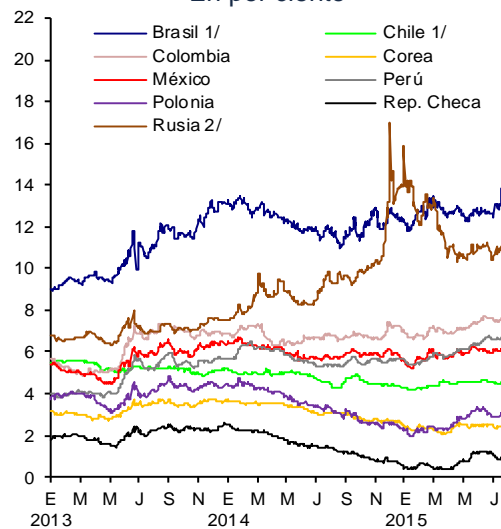
Fuente: Emerging Portfolio Fund Research.

c) Márgenes Soberanos (EMBs)
En puntos base



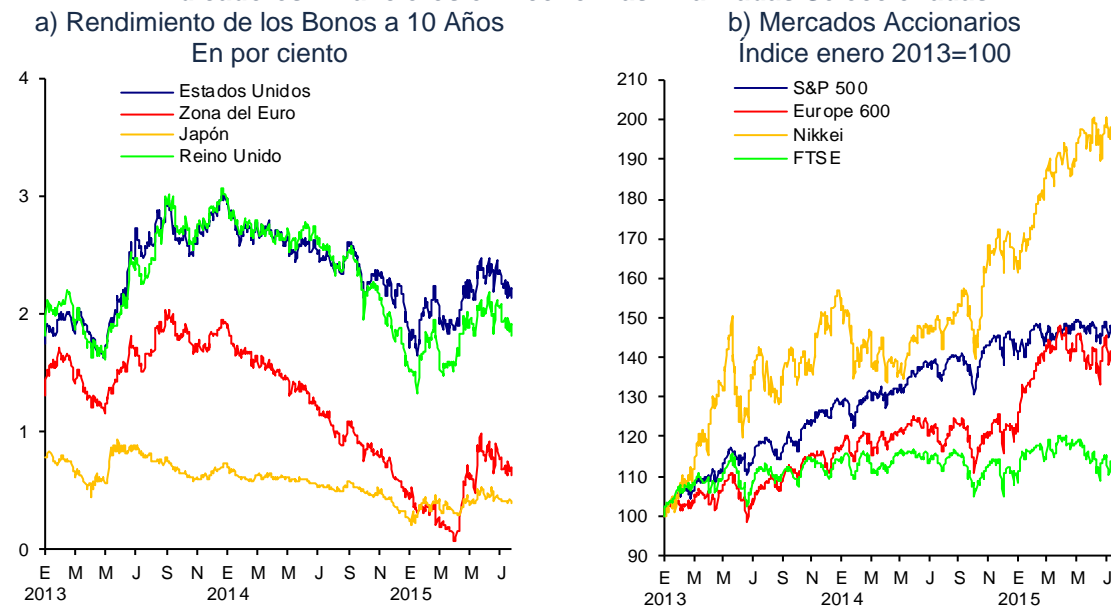
1/ Se refiere al bono de 9 años.
2/ Se refiere al bono de 8 años.
Fuente: Bloomberg.

d) Tasas de Bonos a 10 Años
En por ciento



Gráfica 59

Indicadores Financieros en Economías Avanzadas Seleccionadas



3.2. Evolución de la Economía Mexicana

3.2.1. Actividad Económica

La información más reciente sugiere que durante el segundo trimestre de 2015 la economía mexicana exhibió un crecimiento moderado, que incluso resultó menor a lo esperado en el Informe anterior. En particular, prevaleció un bajo dinamismo en la demanda externa, a la vez que algunos componentes de la demanda interna presentaron una expansión moderada.

En el periodo abril - junio de 2015, las exportaciones manufactureras siguieron registrando un desempeño débil (Gráfica 60a). A pesar de que las exportaciones automotrices mantuvieron una tendencia positiva, el resto de las exportaciones manufactureras continuaron presentando un comportamiento desfavorable (Gráfica 60b y Gráfica 60c). En este contexto, la debilidad de las exportaciones manufactureras no automotrices respondió principalmente al bajo dinamismo en la producción industrial de Estados Unidos (ver Recuadro 3) en la primera mitad del año y también a factores idiosincrásicos, entre ellos una baja productividad, que también han venido afectando negativamente la evolución de este sector.²⁰ A pesar de ello, se prevé que en el corto plazo la depreciación del tipo de cambio real apoye la recuperación de las exportaciones en los siguientes trimestres y que en el mediano plazo avances en la instrumentación de las reformas estructurales contribuyan a que la competitividad de la economía, incluyendo al sector no automotriz, se incremente.

²⁰ En algunos subsectores, la ausencia de ganancias en productividad en los últimos años se ha visto reflejada en una pérdida de participación de algunos productos en el mercado de Estados Unidos.

En cuanto a las exportaciones petroleras, en los últimos años han presentado una tendencia a la baja que se intensificó en 2014. Hacia adelante, se espera que en la medida en que se concreten avances en la implementación de la reforma energética y se estabilicen los precios del crudo, el dinamismo de estas pueda verse beneficiado de manera gradual (Gráfica 60d).

En relación con los componentes de la demanda interna, el consumo privado continuó mostrando una recuperación moderada. Por su parte, la inversión fija bruta perdió dinamismo respecto a la recuperación que había registrado en 2014. En particular:

- i. En cuanto al consumo privado, destaca la trayectoria ascendente que han presentado las ventas internas de vehículos ligeros y de la ANTAD (Gráfica 61a). Por su parte, los ingresos de las empresas comerciales al por menor y el indicador mensual del consumo privado en el mercado interior, si bien también siguieron creciendo, mostraron cierta pérdida de dinamismo en el periodo que se reporta (Gráfica 61b y Gráfica 61c).
- ii. Por lo que se refiere a los determinantes del consumo, se observa que, en general, estos aún no exhiben señales claras de recuperación. En específico, si bien la masa salarial de los trabajadores mejoró recientemente, todavía se encuentra en niveles bajos (Gráfica 62a). Por su parte, la confianza del consumidor siguió presentando un estancamiento (Gráfica 62b), en tanto que en el trimestre abril – junio de 2015 los ingresos por remesas registraron un debilitamiento en moneda extranjera, aunque no en pesos (Gráfica 62c). El crédito al consumo siguió apoyando la recuperación moderada del consumo privado, mostrando tasas de crecimiento similares a las reportadas en el trimestre anterior (ver Sección 3.2.3.).
- iii. En cuanto a la inversión fija bruta, a principios del segundo trimestre de 2015 esta registró un menor dinamismo con relación al que exhibió en los trimestres previos (Gráfica 63a). En particular, la inversión en construcción residencial presentó una reducción en su ritmo de crecimiento, a la vez que la no residencial siguió estancada (Gráfica 63b). En contraste, las importaciones de bienes de capital mantuvieron la trayectoria creciente que se observó desde el inicio del año, como resultado en gran parte de la ampliación de la capacidad productiva del sector automotriz (Gráfica 63c).

Recuadro 3

Sincronización de la Producción Manufacturera Mexicana con la de Estados Unidos

1. Introducción

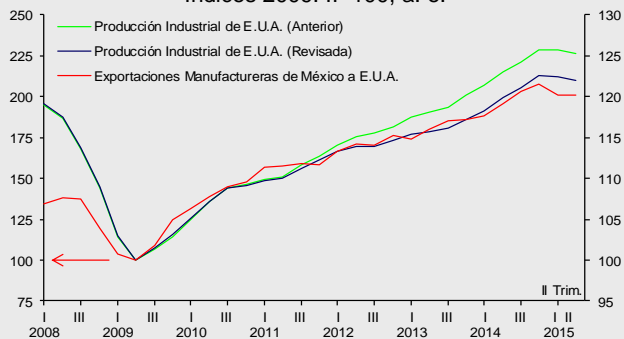
En el Informe Trimestral Enero - Marzo 2014, se presentó un análisis sobre la sincronización entre los sectores manufactureros de la economía mexicana con la estadounidense. Los resultados reportados mostraban que, si bien parecería haberse observado un crecimiento de la economía mexicana por debajo del que se hubiera anticipado al considerar el comportamiento de la estadounidense, esta aparente desvinculación temporal no obedecía a un cambio estructural en la relación que tienen los sectores manufactureros de los dos países.

Derivado del cambio de año base a 2012 del índice de la producción industrial de Estados Unidos, publicado por la Reserva Federal el 21 de julio de 2015, en este Recuadro se actualizan los resultados previamente publicados. Al igual que en la ocasión anterior, se encuentra evidencia de que la sincronización entre ambas economías se mantiene y que las correlaciones entre las exportaciones manufactureras de México a Estados Unidos y la producción manufacturera de ese país son elevadas. Inclusive, se encuentra que con la nueva información la correlación es aun mayor.

2. Evolución Reciente de la Relación entre la Economía Mexicana y la de Estados Unidos

Con el cambio del año base de la producción industrial de Estados Unidos, la desvinculación que parecía haberse presentado entre ambas economías a partir de 2012 es aun menos evidente. En efecto, tanto las exportaciones manufactureras de México a Estados Unidos, como la producción manufacturera de México presentan una mayor relación con las series revisadas de Estados Unidos que con las series anteriores (Gráfica 1 y Gráfica 2).

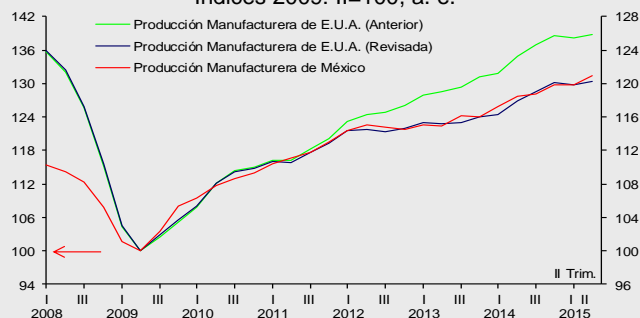
Gráfica 1
Producción Industrial de Estados Unidos y Exportaciones Manufactureras de México a Estados Unidos
Índices 2009: II=100, a. e.



a. e. / Cifras con ajuste estacional.

Fuente: Federal Reserve Board de Estados Unidos y Banco de México con datos del Grupo de Trabajo de Estadísticas de Comercio Exterior.

Gráfica 2
Producción Manufacturera de Estados Unidos y Producción Manufacturera de México
Índices 2009: II=100, a. e.



a. e. / Cifras con ajuste estacional.

Fuente: Federal Reserve Board de Estados Unidos e INEGI.

De esta manera, la desaceleración que han presentado las exportaciones manufactureras recientemente resulta más congruente con el débil desempeño que ha exhibido la producción industrial de Estados Unidos con la serie revisada que con la serie publicada previamente. Otra muestra de ello se encuentra al actualizar el cálculo de correlaciones entre las exportaciones manufactureras de México a Estados Unidos y la producción manufacturera de ese país. En el Cuadro 1, se reporta que con la nueva información la correlación entre ambos países en las actividades referidas continúa siendo elevada.

Cuadro 1
Correlación entre las Exportaciones Manufactureras de México a Estados Unidos y la Producción Manufacturera en Estados Unidos *

Subsector	Porcentaje de las Exportaciones Manufactureras Totales en 2014	De 2008:1 a 2015:1
Manufacturas Totales	100.00	0.83
Vehículos Automotores y sus Componentes	32.07	0.95
Resto de las Manufacturas Sin Vehículos Automotores y sus Componentes	67.93	0.72
Fab. de Eq. de Cómputo, Comunicación y Otros	23.78	0.75
Fab. de Eq. de Generación Eléctrica y Ap. y Acc. Eléctricos	9.09	0.62
Fabricación de Maquinaria y Equipo	8.45	0.68
Alimentos, Bebidas y Tabaco	3.67	0.32
Fabricación de Productos Metálicos	3.30	0.91
Industrias Metálicas Básicas	3.22	0.67
Otras Industrias Manufactureras	2.73	0.53
Fabricación de Equipo de Transporte y Aeroespacial	2.61	0.39
Industria del Plástico y del Hule	2.12	0.81
Industria Química	2.01	0.84
Fabricación de Prendas de Vestir	1.93	0.71
Productos Derivados del Petróleo y del Carbón	1.81	0.11
Fab. de Productos Minerales no Metálicos	1.08	0.65
Fabricación de Insumos Textiles	0.70	0.80
Fabricación de Muebles y Productos Relacionados	0.65	0.53
Industria del Papel	0.53	0.77
Impresión e Industrias Conexas	0.14	0.64
Productos de la Madera	0.13	0.68

* Se reportan correlaciones entre la tasa de variación anual de la serie desestacionalizada con periodicidad trimestral de las exportaciones manufactureras a Estados Unidos y la correspondiente a la producción manufacturera en Estados Unidos.

Profundizando en lo anterior, a continuación se actualizan las pruebas presentadas en el Recuadro 1 del Informe Trimestral Enero - Marzo 2014. Así, nuevamente se sigue

la metodología sugerida por Vahid y Engle (1993). Con esta metodología, en primer lugar se analiza si existe una relación de largo plazo (cointegración) entre el PIB manufacturero de México y la producción manufacturera de Estados Unidos (Cuadro 2). Posteriormente, se realiza una prueba para determinar si existe un “ciclo común” entre dichas variables (Cuadro 3).

Cuadro 2
Análisis de Cointegración entre el PIB Manufacturero de México y la Producción Manufacturera de Estados Unidos
1996-I a 2015-I

Hipótesis nula sobre el número de vectores de cointegración:	Estadístico de la traza	Valor crítico al 5% ^{1/}
Ninguno	18.09*	15.49
Máximo 1	0.41	3.84
	γ_1	γ_2
Vector de Cointegración:	1	-0.96

* Rechaza la hipótesis nula al 5 por ciento de significancia.

Donde:

γ_1 es el logaritmo del PIB manufacturero de México, cifras desestacionalizadas.

γ_2 es el logaritmo del índice de producción manufacturera de Estados Unidos, cifras ajustadas por estacionalidad.

1/ Valores críticos de MacKinnon et al. (1999).

Cuadro 3
Análisis de Ciclo Común entre el PIB Manufacturero de México y la Producción Manufacturera de Estados Unidos^{1/}
1996-I a 2015-I

Hipótesis nula sobre el número de ciclos comunes:	Estadístico para la prueba de ciclo común	Valor crítico al 5% ^{2/}
Mayor que 0	7.59	9.49
Mayor que 1	99.96*	18.31
	$\Delta(\gamma_1)$	$\Delta(\gamma_2)$
Vector de Comovimiento		
Cíclico:	1	-0.93

* Rechaza la hipótesis nula al 5 por ciento de significancia.

Donde:

Δ es el cambio respecto al periodo anterior de la variable entre paréntesis.

γ_1 es el logaritmo del PIB manufacturero de México, cifras desestacionalizadas.

γ_2 es el logaritmo del índice de producción manufacturera de Estados Unidos, cifras ajustadas por estacionalidad.

1/ Sugerido por Vahid y Engle (1993).

2/ Valores críticos obtenidos de la distribución χ^2 con grados de libertad determinados conforme a Vahid y Engle (1993).

Los resultados que consideran la nueva información disponible sugieren: i) que existe una relación de largo plazo entre la producción manufacturera de México y de Estados Unidos en el periodo analizado (Cuadro 2) y, ii) la presencia de un ciclo común entre la producción manufacturera de México y la de Estados Unidos (Cuadro 3).

Adicionalmente, se utilizó la prueba de Andrews y Kim (2006) para evaluar nuevamente de manera formal la hipótesis de una posible desvinculación en los últimos periodos de la muestra entre la producción manufacturera de Estados Unidos y las exportaciones manufactureras de México a ese país. Dicha prueba se implementó tanto para el total de ambos rubros, como para cada subsector dentro de los mismos. Como se muestra en el Cuadro 4.

no se encuentra evidencia de un rompimiento de la cointegración en los últimos seis meses para el total de las manufacturas, con o sin el subsector automotriz. Asimismo, los resultados sugieren que para los subsectores que representan alrededor del 91 por ciento de las exportaciones manufactureras de México a Estados Unidos, no se encuentra evidencia de un cambio estructural en su relación de largo plazo con la producción manufacturera estadounidense.¹

Cuadro 4
Pruebas de Rompimiento de la Cointegración al Final de la Muestra entre las Exportaciones Manufactureras Mexicanas a Estados Unidos y la Producción Manufacturera de Estados Unidos

Subsector	Valor-p *		Porcentaje de las Exportaciones Manufactureras Totales en 2014
	Pc	Rc	
Manufacturas Totales	46.15	46.15	100.00
Vehículos Automotores y sus Componentes	39.66	40.66	32.07
Resto de las Manufacturas Sin Vehículos Automotores y sus Componentes	36.26	40.66	67.93
Fab. de Eq. de Cómputo, Comunicación y Otros	61.54	54.95	23.78
Fab. de Eq. de Generación Eléctrica y Ap. y Acc. Eléctricos	21.98	21.98	9.09
Fabricación de Maquinaria y Equipo	47.25	47.25	8.45
Alimentos, Bebidas y Tabaco	24.18	24.18	3.67
Fabricación de Productos Metálicos	6.59	6.59	3.30
Industrias Metálicas Básicas	62.64	65.93	3.22
Otras Industrias Manufactureras	9.89	6.59	2.73
Fabricación de Equipo de Transporte y Aeroespacial	72.53	79.12	2.61
Industria del Plástico y del Hule	62.64	60.44	2.12
Industria Química	24.18	26.37	2.01
Fabricación de Prendas de Vestir	63.74	51.65	1.93
Productos Derivados del Petróleo y del Carbón	0.00	0.00	1.81
Fab. de Productos Minerales no Metálicos	20.88	21.98	1.08
Fabricación de Insumos Textiles	26.37	23.08	0.70
Fabricación de Muebles y Productos Relacionados	10.99	8.79	0.65
Industria del Papel	15.38	13.19	0.53
Impresión e Industrias Conexas	83.52	73.63	0.14
Productos de la Madera	7.69	8.79	0.13

* Se reporta el valor-P en por ciento para la prueba Pc y para la prueba Rc. Ver Andrews y Kim (2006). Para valores P mayores a 10 no se rechaza la hipótesis nula de que la relación de cointegración es la misma para toda la muestra (enero de 2007 a junio de 2015).

3. Consideraciones Finales

Los resultados reportados en este Recuadro muestran que continúa vigente la relación de largo plazo entre la actividad productiva de México y el sector industrial de Estados Unidos, y que los ciclos económicos de estos países tienden a estar sincronizados. Por lo tanto, se prevé que un mayor crecimiento de la actividad económica en Estados Unidos se reflejará en un mayor dinamismo del sector manufacturero de México.

Referencias

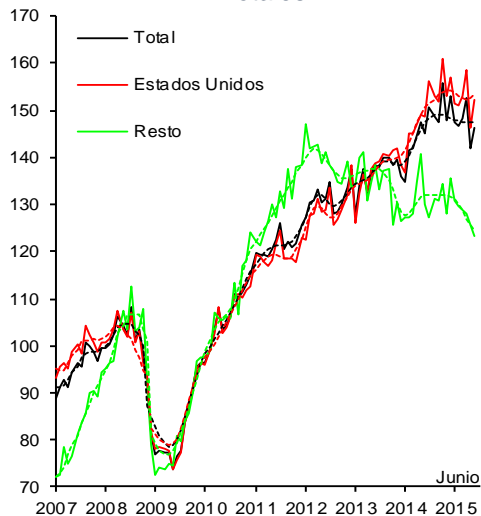
Andrews, D. y J. Kim, (2006), “Tests for cointegration breakdown over a short time period,” *Journal of Business and Economic Statistics* 24(4): 379-394.

Vahid, F. y R. Engle, (1993), “Common Trends and Common Cycles,” *Journal of Applied Econometrics* 8: 341-360.

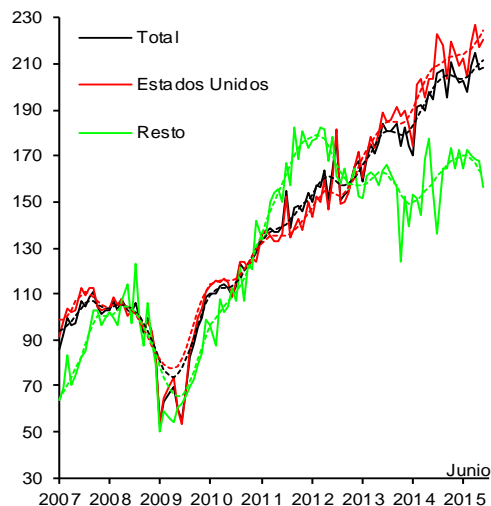
¹ Los subsectores para los que se encuentra evidencia de un posible cambio en su relación de largo plazo en los últimos seis meses de la muestra son: Fabricación de Productos Metálicos; Otras Industrias Manufactureras; Productos Derivados del Petróleo y del Carbón; Fabricación de Muebles y Productos Relacionados, y Productos de la Madera, en el Cuadro 4.

Gráfica 60
Indicadores de las Exportaciones
 Índice 2008=100, a. e.

a) Exportaciones Manufactureras
 Totales

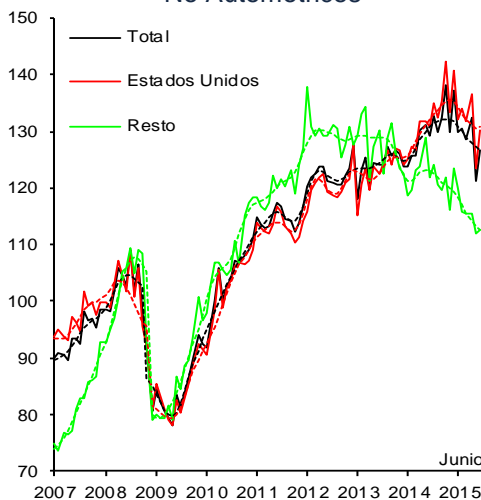


b) Exportaciones Manufactureras
 Automotrices

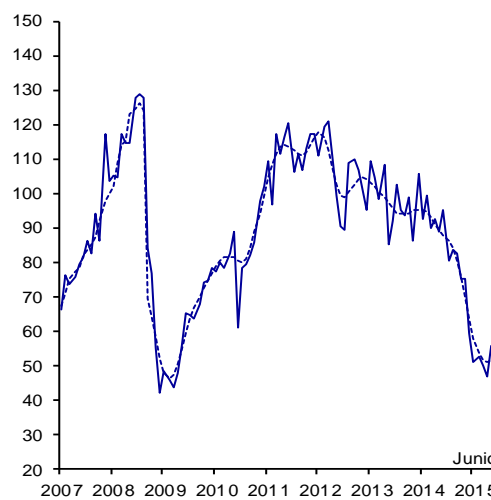


a. e. / Serie con ajuste estacional y serie de tendencia. La primera se representa con la línea sólida y la segunda con la punteada.
 Fuente: Banco de México con datos del Grupo de Trabajo de Estadísticas de Comercio Exterior.

c) Exportaciones Manufactureras
 No Automotrices



d) Exportaciones Petroleras

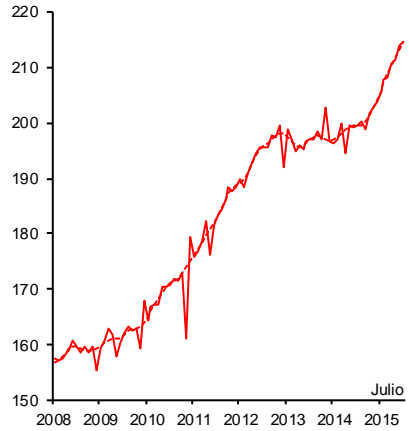


a. e. / Serie con ajuste estacional y serie de tendencia. La primera se representa con la línea sólida y la segunda con la punteada.
 Fuente: Banco de México con datos del Grupo de Trabajo de Estadísticas de Comercio Exterior.

a. e. / Serie con ajuste estacional y serie de tendencia. La primera se representa con la línea sólida y la segunda con la punteada.
 Fuente: Grupo de Trabajo de Estadísticas de Comercio Exterior.

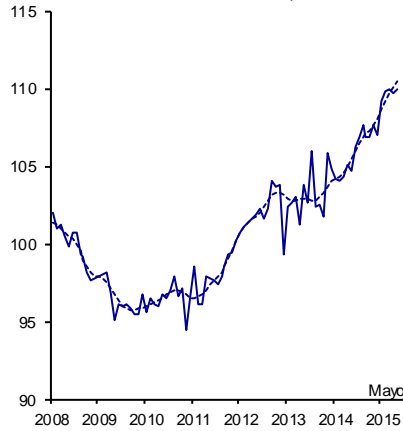
Gráfica 61
Indicadores de Consumo

a) Ventas a Tiendas Totales de la ANTAD
Índice 2003=100, a. e.



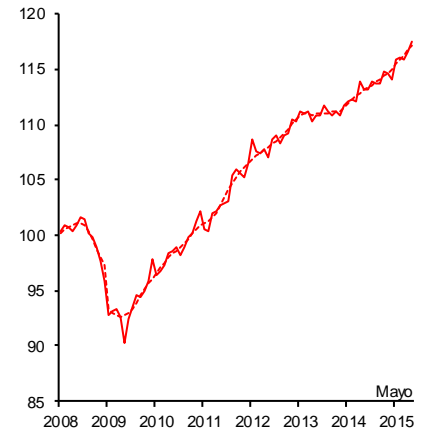
a. e. / Serie con ajuste estacional y serie de tendencia. La primera se representa con la línea sólida y la segunda con la punteada.
Fuente: Elaboración de Banco de México con información de la ANTAD.

b) Ingresos en Empresas Comerciales al por Menor
Índice 2008=100, a. e.



a. e. / Serie con ajuste estacional y serie de tendencia. La primera se representa con la línea sólida y la segunda con la punteada.
Fuente: Encuesta Mensual sobre Empresas Comerciales, INEGI.

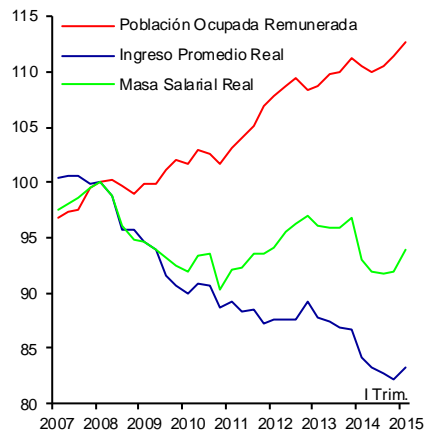
c) Indicador Mensual del Consumo Privado en el Mercado Interior
Índice 2008=100, a. e.



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

Gráfica 62
Determinantes del Consumo

a) Masa Salarial Real Total
Índice I-2008=100, a. e.



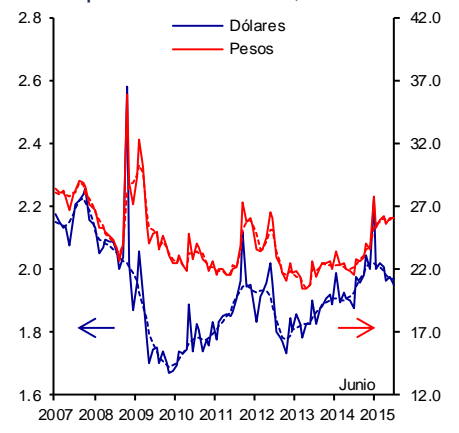
a. e. / Series con ajuste estacional.
Fuente: Elaboración de Banco de México con información de la Encuesta Nacional de Ocupación y Empleo (ENOE), INEGI.

b) Confianza del Consumidor
Índice enero 2003=100, a. e.



a. e. / Serie con ajuste estacional y serie de tendencia. La primera se representa con la línea sólida y la segunda con la punteada.
Fuente: Encuesta Nacional sobre la Confianza del Consumidor (ENCO), INEGI y Banco de México.

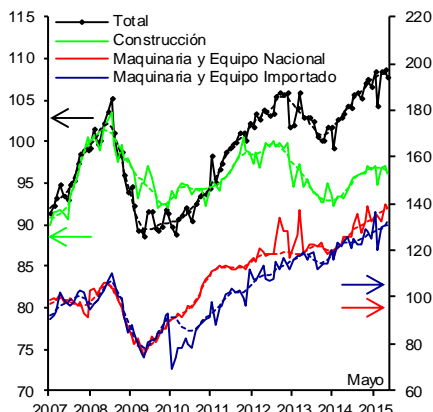
c) Remesas Familiares
Miles de millones de dólares y de pesos constantes,^{1/} a. e.



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/ A precios de la segunda quincena de diciembre de 2010.
Fuente: Banco de México.

Gráfica 63
Indicadores de Inversión
Índice 2008=100, a. e.

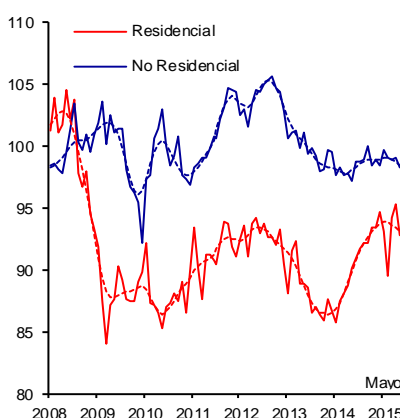
a) Inversión y sus Componentes



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

Fuente: Sistema de Cuentas Nacionales de México, INEGI.

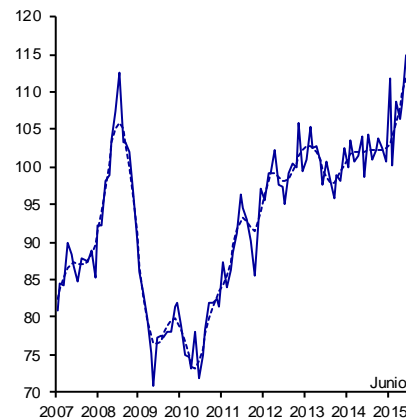
b) Inversión en Construcción Residencial y No Residencial



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

Fuente: Sistema de Cuentas Nacionales de México, INEGI.

c) Importaciones de Bienes de Capital



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

Fuente: Grupo de Trabajo de Estadísticas de Comercio Exterior.

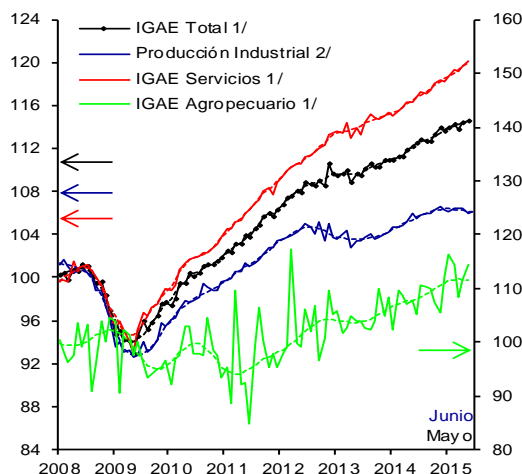
En congruencia con la evolución de los componentes de la demanda agregada, la actividad productiva continuó presentando un bajo ritmo de expansión en el segundo trimestre del año. En particular, la producción industrial registró una contracción, mientras que en los primeros dos meses de dicho trimestre los servicios siguieron mostrando una ligera tendencia al alza (Gráfica 64a). En específico:

- i. Al interior de la actividad industrial, en el segundo trimestre la producción manufacturera mantuvo una trayectoria positiva, si bien ha venido perdiendo dinamismo (Gráfica 64b). Por su parte, la minería continuó decreciendo como reflejo, principalmente, de la caída en la producción petrolera a raíz del accidente que tuvo lugar en la plataforma Abkatun A-Permanente en abril (Gráfica 64c). Al respecto, conviene señalar que el efecto fue importante pero solamente transitorio, ya que en julio la producción regresó a los niveles que se tenían programados desde el inicio del año para dicho mes. Finalmente, el sector de la construcción comenzó a mostrar un nuevo debilitamiento después de la recuperación que había registrado desde la segunda mitad del año pasado.
- ii. En el bimestre abril – mayo de 2015, los servicios presentaron una evolución positiva, derivada, principalmente, del crecimiento de aquellos más asociados a la demanda interna, tales como los servicios financieros e inmobiliarios, el comercio interior y los servicios de alojamiento temporal y preparación de alimentos. Por su parte, en congruencia con la debilidad del sector exportador, si bien también se incrementaron aquellos servicios más relacionados con la demanda externa, tales como el comercio y los transportes asociados con el sector externo, estos registraron un menor dinamismo que aquellos más relacionados a la demanda interna (Gráfica 64d).

iii. En los primeros dos meses del segundo trimestre del año en curso, las actividades agropecuarias registraron una tendencia de estancamiento, si bien con la volatilidad que usualmente presenta este sector. Este desempeño se derivó de la combinación de una menor superficie sembrada del ciclo agrícola primavera - verano, de una mayor cosecha del ciclo otoño - invierno y de un aumento en la producción de algunos cultivos perennes y de ciertos productos ganaderos.

Gráfica 64
Indicadores de Producción
Índice 2008=100, a. e.

a) Indicadores de la Actividad Económica



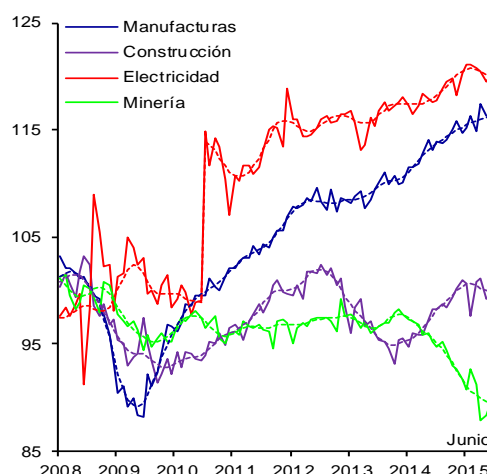
a. e. / Serie con ajuste estacional y serie de tendencia. La primera se representa con la línea sólida y la segunda con la punteada.

1/ Cifras a mayo de 2015.

2/ Cifras a junio de 2015 del Indicador Mensual de la Actividad Industrial.

Fuente: Sistema de Cuentas Nacionales de México, INEGI.

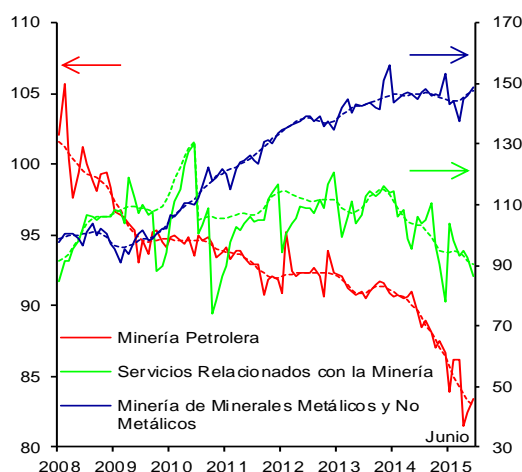
b) Actividad Industrial



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

Fuente: Indicador Mensual de la Actividad Industrial, Sistema de Cuentas Nacionales de México, INEGI.

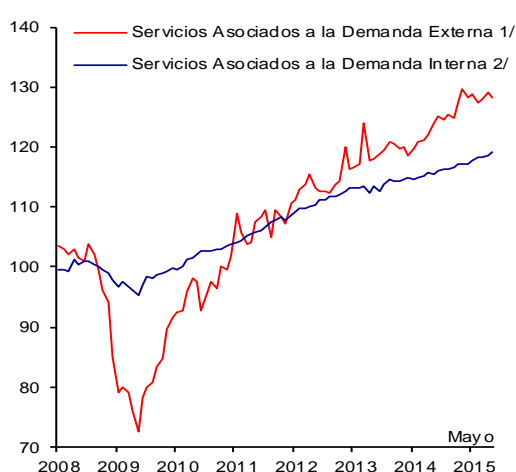
c) Sector de la Minería



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

Fuente: Indicador Mensual de la Actividad Industrial, Sistema de Cuentas Nacionales de México, INEGI.

d) IGAE del Sector Servicios



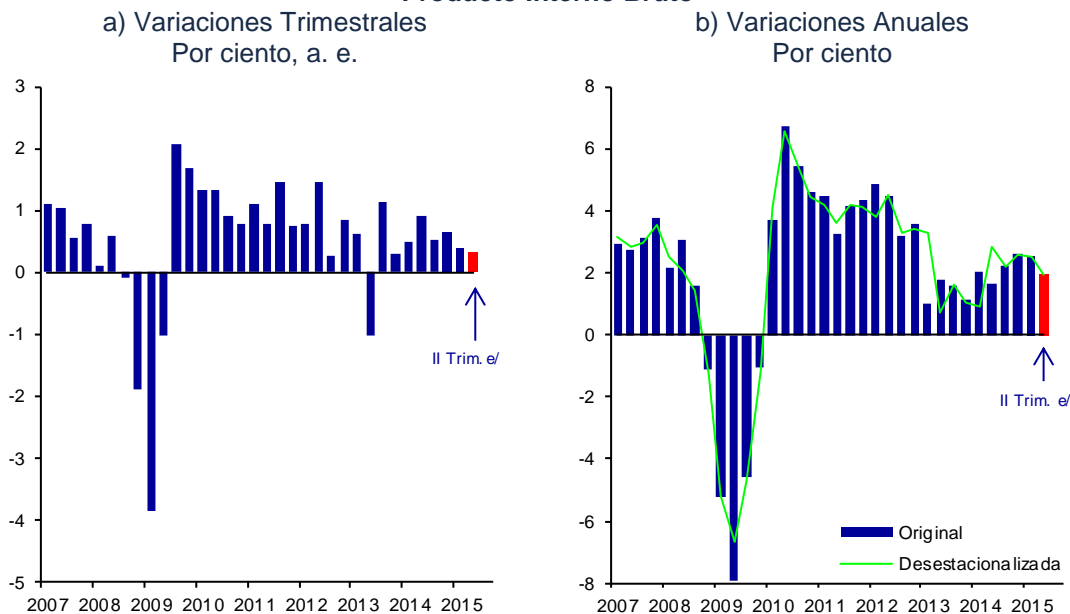
a. e. / Series con ajuste estacional.

1/ Incluye los sectores de comercio y de transportes más asociados a la demanda externa.

2/ Incluye el resto de los sectores de las actividades terciarias.
Fuente: Elaboración de Banco de México con información del Sistema de Cuentas Nacionales de México, INEGI.

Para el segundo trimestre de 2015, se calcula un crecimiento trimestral del PIB de alrededor de 0.3 por ciento en términos desestacionalizados, el cual se compara con el aumento de 0.4 por ciento observado en el trimestre previo (Gráfica 65a). A tasa anual tanto con cifras ajustadas por estacionalidad, como con datos originales se estima un incremento del PIB de alrededor de 2.0 por ciento para el periodo abril - junio del año en curso, el cual se compara con el de 2.5 por ciento registrado en el trimestre anterior también con datos desestacionalizados y originales (Gráfica 65b).

Gráfica 65
Producto Interno Bruto

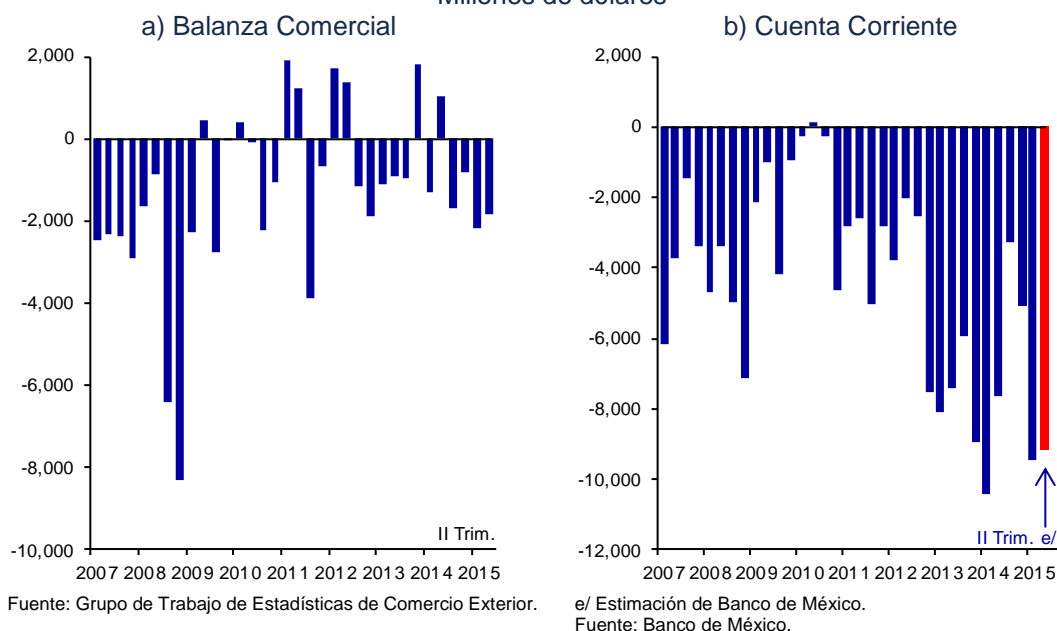


a. e. / Cifras con ajuste estacional.
e/ Estimación de Banco de México.

Fuente: Sistema de Cuentas Nacionales de México, INEGI. Desestacionalización del segundo trimestre de 2015 efectuada por el Banco de México.

En el segundo trimestre de 2015 se registró un déficit en la balanza comercial de 1,852 millones de dólares (Gráfica 66a). Por su parte, las cifras más oportunas sugieren que la cuenta corriente habrá presentado un déficit moderado en el mismo periodo y que se continuaron captando recursos a través de la cuenta financiera que permitieron el financiamiento de dicho déficit (Gráfica 66b).

Gráfica 66
Balanza Comercial y Cuenta Corriente
 Millones de dólares



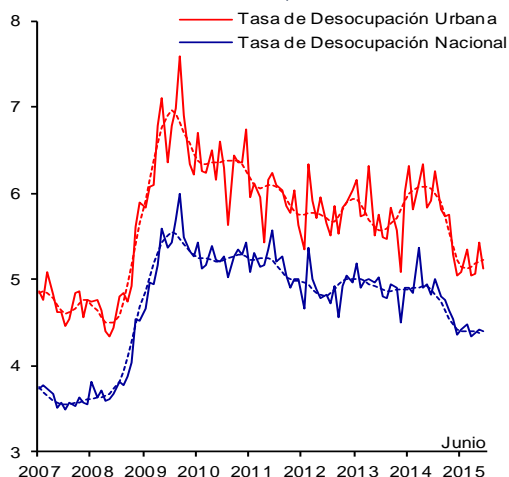
3.2.2. Mercado Laboral

En el segundo trimestre de 2015, persistieron condiciones de holgura en el mercado laboral, en un contexto en el que algunos indicadores dejaron de mostrar la mejoría que habían venido presentando desde 2014. En particular, destaca que:

- i. Las tasas de desocupación nacional y urbana dejaron de exhibir la trayectoria decreciente que se había venido observando desde inicios de 2014, además de que continúan en niveles por encima de los registrados antes de la crisis (Gráfica 67a). En efecto, en el segundo trimestre la tasa de desempleo nacional mostró un nivel promedio de 4.39 por ciento en términos desestacionalizados, cifra similar a la de 4.41 por ciento presentada en el trimestre previo.
- ii. Este comportamiento de las tasas de desocupación ha tenido lugar al tiempo que la tasa de participación laboral se ha mantenido relativamente estable en alrededor de 59.6 por ciento (Gráfica 67b).
- iii. En cuanto a la evolución del empleo, el número de puestos de trabajo afiliados al IMSS ha continuado mostrando una tendencia al alza. Por su parte, el número total de trabajadores en la economía también ha presentado una mejoría (Gráfica 67c), aunque en menor medida que aquellos relacionados a la afiliación en el IMSS.
- iv. En el periodo abril - junio, la tasa de ocupación en el sector informal se mantuvo en niveles cercanos a los registrados en el trimestre previo. Por su parte, la tasa de informalidad laboral dejó de exhibir la clara tendencia decreciente que había mostrado hasta finales de 2014 (Gráfica 67d).

Gráfica 67
Indicadores del Mercado Laboral

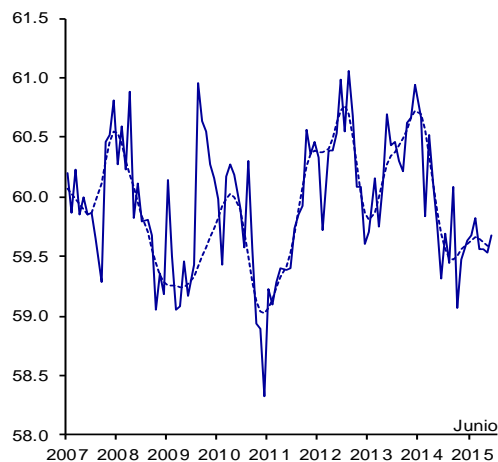
a) Tasas de Desocupación Nacional y Urbana
Por ciento, a. e.



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

Fuente: Encuesta Nacional de Ocupación y Empleo (ENOE), INEGI.

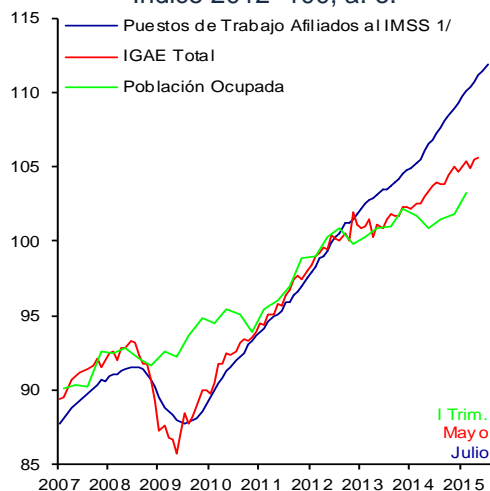
b) Tasa de Participación Laboral Nacional ^{1/}
Por ciento, a. e.



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/} Porcentaje de la Población Económicamente Activa (PEA) respecto de la de 15 y más años de edad.
Fuente: Encuesta Nacional de Ocupación y Empleo (ENOE), INEGI.

c) Puestos de Trabajo Afiliados al IMSS, Población Ocupada e IGAE Total
Índice 2012=100, a. e.

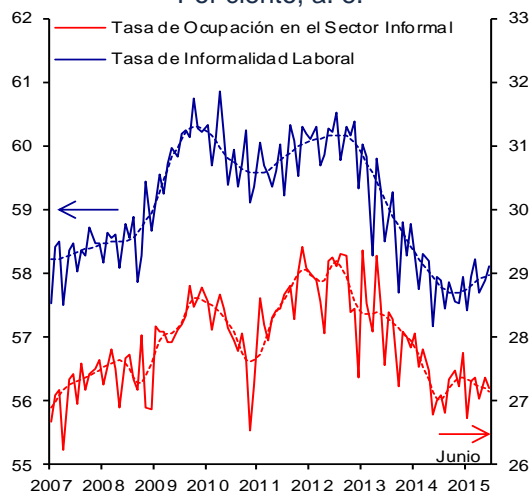


a. e. / Series con ajuste estacional.

^{1/} Permanentes y eventuales urbanos. Desestacionalización de Banco de México.

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

d) Ocupación en el Sector Informal ^{1/} e Informalidad Laboral ^{2/}
Por ciento, a. e.



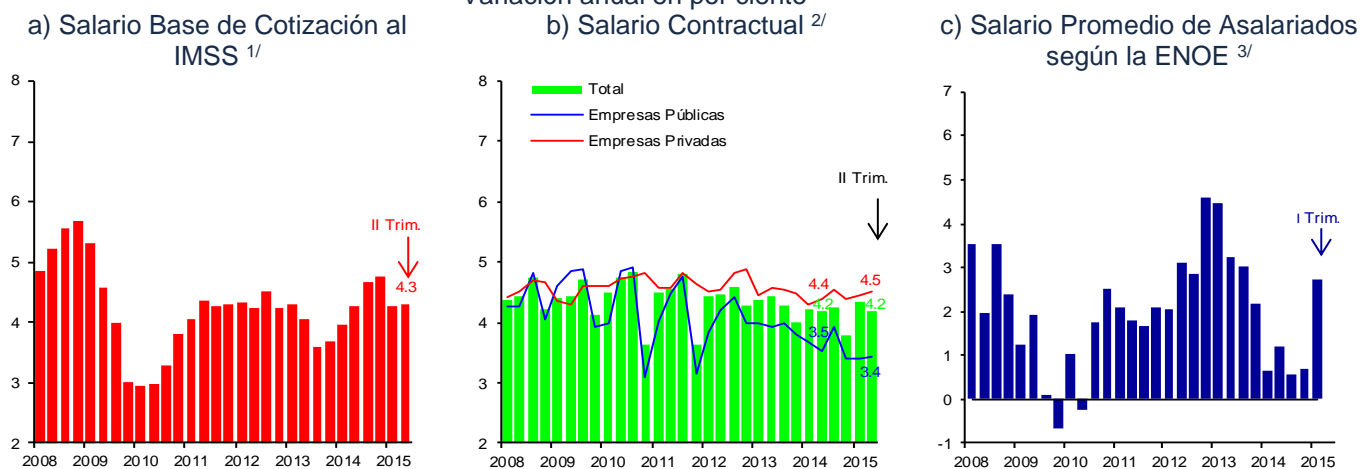
a. e. / Serie con ajuste estacional y serie de tendencia. La primera se representa con la línea sólida y la segunda con la punteada.

^{1/} Se 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.
^{2/} Incluye a los trabajadores que, además de los que se emplean en el sector informal, laboran sin la protección de la seguridad social y cuyos servicios son utilizados por unidades económicas registradas y a los ocupados por cuenta propia en la agricultura de subsistencia.
Fuente: Encuesta Nacional de Ocupación y Empleo (ENOE), INEGI.

Ante las condiciones de holgura en el mercado laboral, durante el segundo trimestre del año en curso, las tasas de crecimiento de los principales indicadores salariales no registraron cambios importantes respecto al trimestre anterior. En particular:

- i. El salario base de cotización asociado a los puestos de trabajo afiliados al IMSS aumentó 4.3 por ciento anual durante el segundo trimestre de 2015, cifra igual a la reportada en el trimestre previo (Gráfica 68a).
- ii. En cuanto a los salarios contractuales negociados por empresas de jurisdicción federal en el segundo trimestre de 2015, estos presentaron una tasa de crecimiento igual a la registrada en el mismo trimestre del año anterior (4.2 por ciento; Gráfica 68b). Este resultado se derivó de que tanto las negociaciones de las empresas privadas, como de las públicas resultaron, respectivamente, en un promedio de aumentos semejante al observado en el mismo trimestre del año previo (de 4.5 por ciento en el segundo trimestre de 2015 y 4.4 en igual trimestre de 2014 en el caso de las empresas privadas, y de 3.4 y 3.5 por ciento en el periodo abril - junio de 2015 y de 2014, respectivamente, en el caso de las empresas públicas). En julio de 2015, el incremento al salario contractual promedio de las empresas de jurisdicción federal fue de 4.8 por ciento. Destaca que en ese mes no hubo negociaciones por parte de los trabajadores de empresas públicas, mientras que para los pertenecientes a las empresas privadas las negociaciones resultaron en un promedio de aumentos igual al del año anterior.
- iii. La información disponible muestra que al primer trimestre de 2015 la tasa de crecimiento del salario promedio del total de trabajadores asalariados en la economía aún se encontraba por debajo de los niveles registrados en 2012 (Gráfica 68c).

Gráfica 68
Indicadores Salariales
Variación anual en por ciento



1/ Durante el segundo trimestre de 2015 se registraron en promedio 17.7 millones de cotizantes al IMSS.
 2/ El incremento salarial contractual es un promedio ponderado por el número de trabajadores involucrados. El número de trabajadores de empresas de jurisdicción federal que anualmente reportan sus incrementos salariales a la STPS equivale aproximadamente a 2 millones.
 3/ Para calcular los salarios nominales promedio se truncó el 1 por ciento más bajo y el 1 por ciento más elevado de la distribución de los salarios. Se excluyen personas con ingreso cero o que no lo reportaron.
 Fuente: Cálculos elaborados por el Banco de México con información de IMSS, STPS e INEGI (ENOE).

3.2.3. Ahorro Financiero y Financiamiento en el País

En el segundo trimestre de 2015, las fuentes de recursos financieros de la economía se incrementaron a una tasa menor que en el trimestre previo, lo que se reflejó en una moderación de los flujos anuales durante el periodo de referencia (Cuadro 4). Este comportamiento estuvo explicado por un menor dinamismo de las fuentes externas –en un entorno caracterizado por volatilidad en los mercados financieros internacionales y menores flujos de capital hacia las economías emergentes en general–, toda vez que las fuentes internas se expandieron a un ritmo similar al del trimestre anterior.

Cuadro 4
Fuentes y Usos de Recursos Financieros de la Economía
Porcentaje del PIB

	Flujos Anuales						Saldo 2015 II ^{e/}	
	2014 I	2014 II	2014 III	2014 IV	2015 I	2015 II ^{e/}	% PIB	Est. %
Total Fuentes	8.4	11.7	9.9	10.2	9.1	7.8	100.8	100.0
Fuentes Internas ^{1/}	5.1	6.2	5.5	5.8	5.1	5.1	62.5	62.1
Fuentes Externas ^{2/}	3.3	5.5	4.5	4.3	4.0	2.7	38.2	37.9
Total Usos	8.4	11.7	9.9	10.2	9.1	7.8	100.8	100.0
Sector Público	3.9	4.2	4.5	4.2	4.3	4.5	48.7	48.3
Sector Público (RFSP) ^{3/}	3.6	3.9	4.3	4.0	4.1	4.3	45.7	45.3
Estados y Municipios	0.3	0.3	0.3	0.2	0.2	0.1	3.0	3.0
Reserva Internacional ^{4/}	1.3	1.9	1.4	1.3	1.0	0.2	17.2	17.1
Sector Privado No Financiero	3.6	3.8	3.2	2.4	2.6	2.7	38.4	38.1
Hogares	1.2	1.1	1.1	1.1	1.2	1.2	15.2	15.1
Consumo	0.4	0.4	0.4	0.3	0.3	0.3	4.8	4.8
Vivienda ^{5/}	0.7	0.7	0.7	0.7	0.8	0.8	10.4	10.3
Empresas	2.4	2.7	2.1	1.3	1.5	1.5	23.2	23.0
Interno ^{6/}	1.1	1.0	1.0	0.6	1.0	1.2	12.9	12.8
Externo	1.4	1.7	1.2	0.7	0.5	0.3	10.3	10.2
Activos Externos de la Banca Comercial ^{7/}	-0.1	0.2	0.2	0.1	0.0	0.1	1.5	1.5
Otros Conceptos ^{8/}	-0.3	1.6	0.6	2.2	1.3	0.4	-5.1	-5.0

Nota: La suma de las partes puede no coincidir con el total debido al redondeo. Cifras preliminares expresadas en por ciento del PIB promedio de los últimos cuatro trimestres. En la información de flujos (revalorizados) se elimina el efecto de las variaciones del tipo de cambio.

e/ Cifras estimadas con base en información oportuna para el segundo trimestre de 2015.

1/ Incluye el agregado monetario M4 en poder de Residentes.

2/ Incluye el agregado monetario M4 en poder de No Residentes, el endeudamiento externo del Gobierno Federal, de organismos y empresas públicas, los pasivos externos de la banca comercial y el financiamiento al sector privado no financiero.

3/ Requerimientos Financieros del Sector Público (RFSP) y su saldo histórico (SHRFSP), reportados por la SHCP.

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

5/ Cartera total de los intermediarios financieros, del Instituto del Fondo Nacional de la Vivienda para los Trabajadores (Infonavit) y del Fondo de la Vivienda del ISSSTE (Fovissste). Incluye programas de reestructura.

6/ Cartera total de los intermediarios financieros. Incluye programas de reestructura.

7/ Incluye las disponibilidades en el exterior y el financiamiento externo.

8/ Incluye cuentas de capital y resultados y otros activos y pasivos de la banca comercial y de desarrollo, del Banco de México, de los intermediarios financieros no bancarios y del Infonavit, así como pasivos no monetarios del IPAB, el efecto del cambio en la valuación de los instrumentos de deuda pública, así como los ingresos no recurrentes del sector público provenientes de la adquisición neta de activos y pasivos financieros, entre otros conceptos.

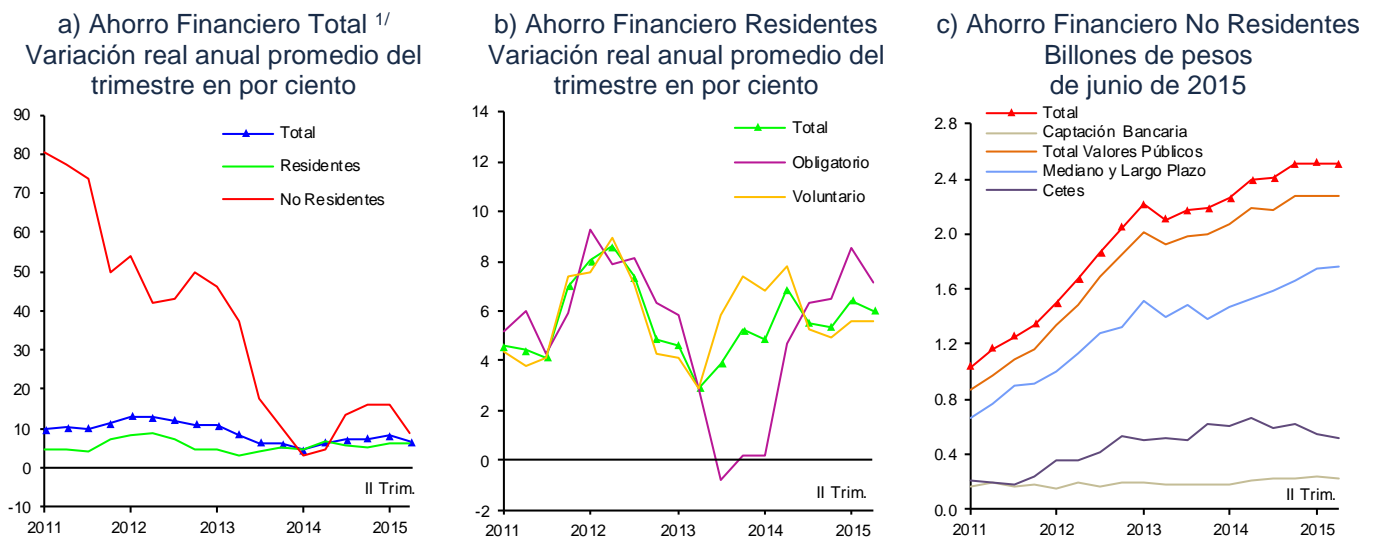
Fuente: Banco de México.

Con respecto a las fuentes internas de recursos financieros, el saldo del ahorro financiero interno –definido como el saldo del agregado monetario M4 en poder de residentes menos el saldo de billetes y monedas en poder del público– registró una variación real anual menor que la observada en el periodo previo (Gráfica 69a). Lo anterior obedeció a un crecimiento menos dinámico del saldo del ahorro obligatorio, mientras que el saldo del ahorro financiero voluntario mantuvo su ritmo de expansión (Gráfica 69b). Por su parte, la base monetaria se expandió a una tasa más elevada en comparación con el trimestre anterior. Ello, como resultado, principalmente, del incremento temporal en la demanda de dinero asociado a la

celebración de elecciones en nuestro país, cuyo impacto en las tasas de crecimiento anual se debería ir diluyendo durante los siguientes meses.

Con relación a las fuentes externas, el saldo del ahorro financiero de no residentes moderó su tasa de crecimiento en comparación con el trimestre anterior. Al respecto, conviene destacar que, si bien los no residentes redujeron su posición en instrumentos de deuda gubernamental de corto plazo, la continuaron incrementando en valores gubernamentales de mediano y largo plazo (Gráfica 69c). Esto último, incluso a pesar del vencimiento semestral programado de Bonos M el 18 de junio que implicó una reducción temporal en la tenencia de estos valores. Por su parte, las fuentes externas de recursos canalizadas a financiar al sector privado también moderaron su ritmo de expansión.

Gráfica 69
Indicadores de Ahorro Financiero



^{1/} Se define como el agregado monetario M4 menos el saldo de billetes y monedas en poder del público.
Fuente: Banco de México.

En concordancia con lo anterior, el uso de recursos financieros de la economía registró una moderación de sus flujos anuales durante el segundo trimestre respecto del trimestre previo (Cuadro 4). Ello fue reflejo, principalmente, de la desacumulación de reservas internacionales que tuvo lugar en el trimestre, resultado de las subastas de dólares al mercado que ha venido implementando el Banco de México a partir de las directrices de la Comisión de Cambios para proveer de una liquidez adecuada al mercado cambiario (ver Sección 4), así como de las menores ventas de dólares de Pemex a este Instituto Central. En contraparte, el flujo de financiamiento al sector público registró un modesto incremento en el trimestre de referencia respecto del trimestre anterior, lo que obedeció a un aumento en los Requerimientos Financieros del Sector Público (RFSP). Por su parte, el flujo de financiamiento al sector privado no financiero en el periodo abril - junio de 2015 fue ligeramente mayor que el reportado en el trimestre previo.

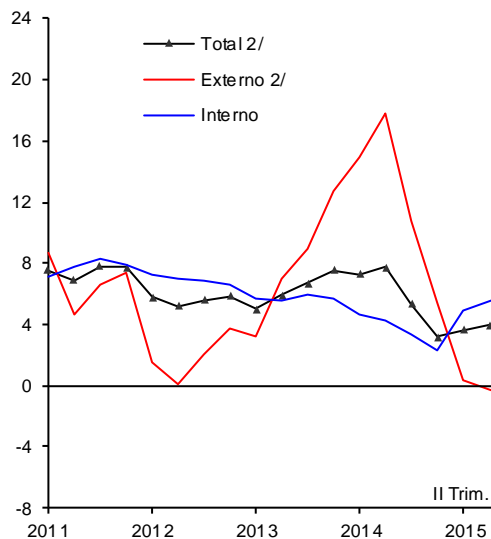
Profundizando en este último punto, el financiamiento interno a las empresas privadas no financieras en el segundo trimestre de 2015 registró una tasa de crecimiento mayor que el trimestre anterior (Gráfica 70). Ello, como resultado del mayor dinamismo del crédito bancario y de la colocación de deuda en el mercado

interno, en contraste con la moderación que experimentaron estos segmentos en su tasa de crecimiento hacia finales de 2014. En particular, el crédito otorgado por la banca comercial a las empresas no financieras registró una tasa de crecimiento real anual promedio de 9.3 por ciento en el segundo trimestre de 2015, cifra mayor al 7.5 por ciento que promedió en el trimestre previo (Gráfica 71a). Asimismo, el crédito directo otorgado por la banca de desarrollo incrementó su ritmo de expansión. Lo anterior, en un entorno en el que las tasas de interés y los índices de morosidad se mantuvieron en niveles bajos y estables (Gráfica 71b y Gráfica 71c).

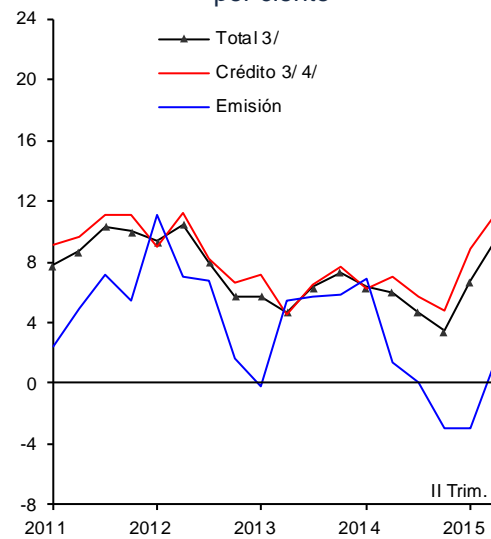
Gráfica 70

Financiamiento al Sector Privado No Financiero

a) Financiamiento Total al Sector Privado No Financiero ^{1/}
Variación real anual en por ciento



b) Financiamiento Interno a las Empresas Privadas No Financieras
Variación real anual promedio del trimestre en por ciento



1/ Cifras ajustadas por efecto cambiario.

2/ Los datos del financiamiento externo correspondientes al segundo trimestre de 2015 son preliminares.

3/ Estas cifras se afectan por la desaparición de algunos intermediarios financieros no bancarios y su conversión a sofomes no reguladas.

4/ Se refiere a la cartera vigente y vencida. Incluye el crédito de la banca comercial y de desarrollo, así como de otros intermediarios financieros no bancarios.

Fuente: Banco de México.

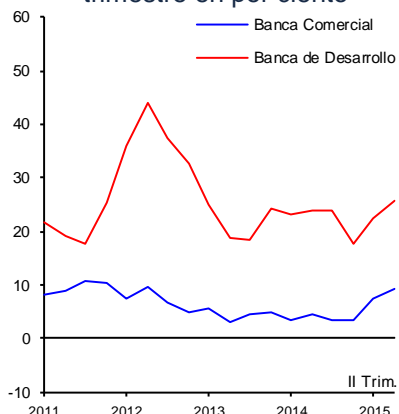
En el mercado de deuda, la colocación de valores corporativos internos en el segundo trimestre continuó con un dinamismo similar al que se observó en el trimestre anterior, después de haber registrado poca actividad a lo largo de 2014. En particular, en abril - junio de 2015 las colocaciones brutas de instrumentos de deuda interna de mediano plazo fueron de 19.9 miles de millones de pesos (mmp), mientras que las amortizaciones brutas –vencimientos programados y prepagos– fueron de 4.6 mmp. Con ello, la emisión neta de títulos corporativos fue de 15.3 mmp, al tiempo que las tasas de interés, en general, permanecieron relativamente estables (Gráfica 72a y Gráfica 72b). En contraste con lo anterior, en los mercados internacionales se ha observado un bajo ritmo de colocación de deuda privada, lo que se reflejó en menores tasas de expansión del financiamiento externo respecto del trimestre anterior.

Gráfica 71

Crédito de la Banca a las Empresas Privadas No Financieras

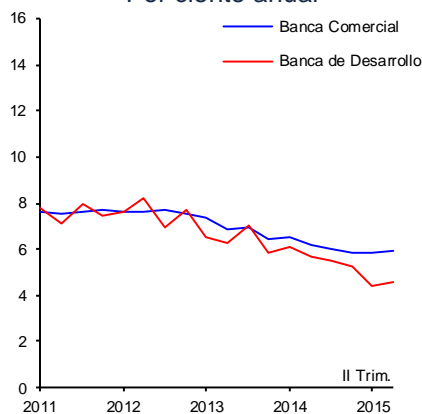
a) Crédito Vigente de la Banca a las Empresas Privadas No Financieras

Variación real anual promedio del trimestre en por ciento



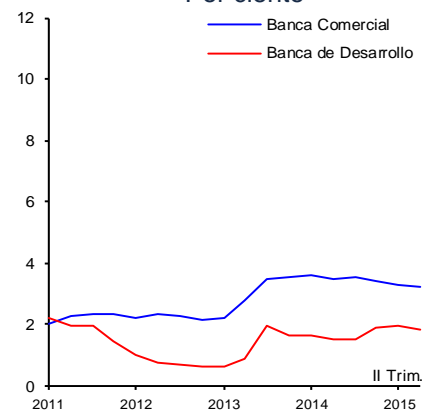
b) Tasas de Interés Promedio del Trimestre de Nuevos Créditos de la Banca a las Empresas Privadas No Financieras ^{1/}

Por ciento anual



c) Índices de Morosidad Promedio del Trimestre del Crédito de la Banca a las Empresas Privadas No Financieras ^{2/}

Por ciento



1/ Se refiere a la tasa de interés de nuevos créditos de la banca a las empresas privadas no financieras, ponderada por el saldo asociado de crédito vigente y para todos los plazos solicitados. La cifra de junio para la banca de desarrollo es preliminar.

2/ El índice de morosidad (IMOR) se define como el saldo de la cartera vencida entre el saldo de la cartera total.

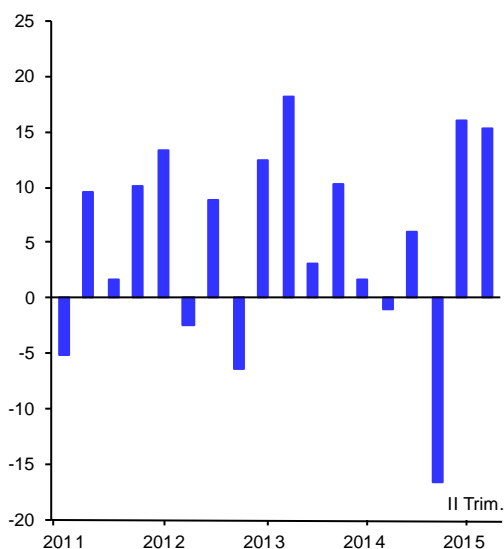
Fuente: Banco de México.

Gráfica 72

Valores de Empresas Privadas No Financieras en el Mercado Interno

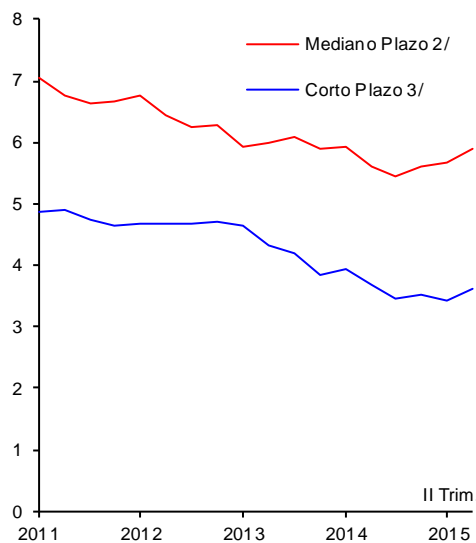
a) Colocación Neta de Valores a Mediano Plazo de Empresas Privadas No Financieras ^{1/}

Miles de millones de pesos



b) Tasas de Interés Promedio del Trimestre de Valores de Empresas Privadas No Financieras

Por ciento anual



1/ Colocaciones menos amortizaciones (vencimientos y prepagos) en el trimestre.

2/ Colocaciones con un plazo mayor a un año.

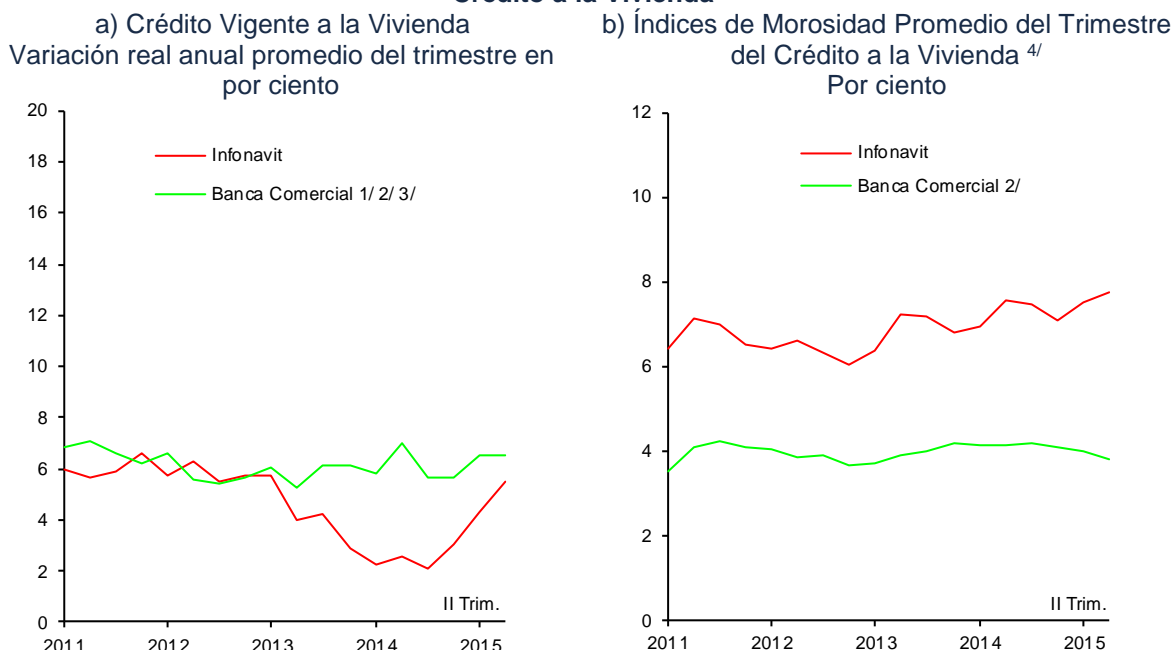
3/ Colocaciones con un plazo de hasta un año.

Fuente: Banco de México, con información de Valmer e Indeval.

En lo que respecta al crédito a los hogares, este presentó un modesto aumento en sus tasas de crecimiento en comparación con el trimestre anterior. Ello se explica,

principalmente, por la expansión del crédito hipotecario otorgado por el Infonavit, que durante el segundo trimestre del año creció 5.5 por ciento en promedio, por arriba del 4.3 por ciento registrado en el periodo enero - marzo de 2015. Por su parte, la cartera de crédito hipotecario de la banca comercial y sus sofomes mantuvo el dinamismo del periodo previo, expandiéndose a una tasa real anual promedio de 6.5 por ciento (Gráfica 73a). En este entorno, las tasas de interés y los índices de morosidad correspondientes a las carteras de crédito hipotecario de la banca comercial no presentaron variaciones significativas durante el trimestre que se reporta. Sin embargo, el índice de morosidad del crédito del Infonavit ha venido mostrando un gradual deterioro (Gráfica 73b).

**Gráfica 73
Crédito a la Vivienda**



1/ Las cifras se ajustan para no ser distorsionadas por el efecto 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.
 2/ Se incluyen a las sofomes de la banca comercial.
 3/ Las cifras se ajustan para no verse afectadas por la incorporación de algunas sofomes reguladas a la estadística de crédito bancario.
 4/ El índice de morosidad (IMOR) se define como el saldo de la cartera vencida entre el saldo de la cartera total.
 Fuente: Banco de México.

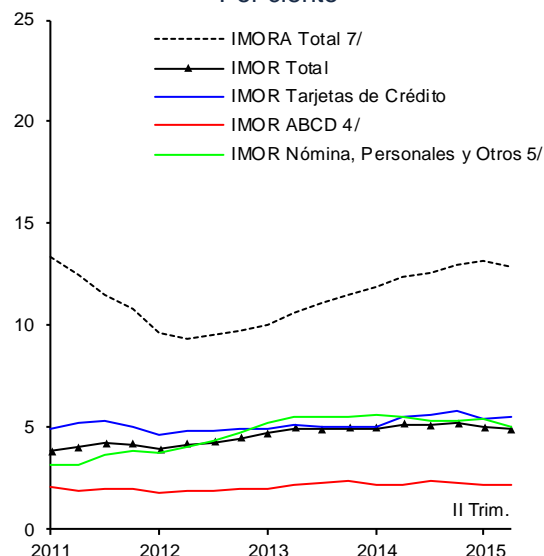
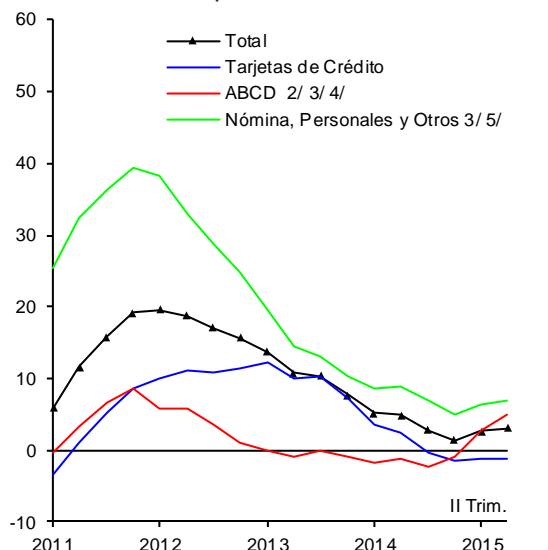
En cuanto al crédito al consumo, si bien este se expandió a tasas similares a las observadas en el trimestre previo -3.1 por ciento durante el segundo trimestre de 2015-, los distintos segmentos que lo componen continuaron registrando un desempeño mixto. En particular, mientras que los créditos de nómina siguieron creciendo a tasas de doble dígito, los personales y de tarjeta continuaron sin mostrar señales claras de recuperación (Gráfica 74a). Por su parte, las tasas de interés y los índices de morosidad en estos segmentos se mantuvieron prácticamente sin cambios, no obstante que el índice de morosidad ajustado -que considera los castigos de cartera acumulados en los últimos 12 meses- permanece en niveles elevados (Gráfica 74b).

Gráfica 74

Crédito de la Banca Comercial al Consumo

a) Crédito Vigente de la Banca Comercial al Consumo ^{1/}
 Variación real anual promedio del trimestre en por ciento

b) Índices de Morosidad Promedio del Trimestre del Crédito de la Banca Comercial al Consumo ^{1/ 6/}
 Por ciento



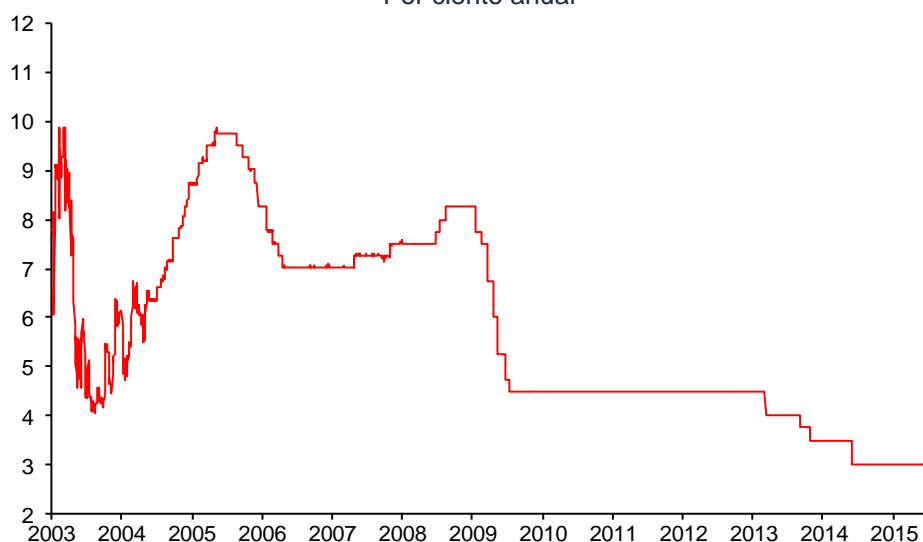
1/ Incluye la cartera de crédito de las sofomes reguladas de tarjetas de crédito: Tarjetas Banamex, Santander Consumo, Banorte-Ixe Tarjetas y Sociedad Financiera Inbursa.
 2/ Entre junio de 2010 y mayo de 2011, las cifras se ajustan para no verse distorsionadas por la compra de cartera automotriz de una institución bancaria.
 3/ A partir de julio de 2011, las cifras se ajustan para no verse distorsionadas por la reclasificación de ABCD a otros créditos al consumo por parte de una institución bancaria.
 4/ Incluye crédito para la adquisición de bienes muebles y crédito automotriz.
 5/ Otros se refiere a créditos para operaciones de arrendamiento capitalizable y otros créditos al consumo.
 6/ El índice de morosidad (IMOR) se define como el saldo de la cartera vencida entre el saldo de la cartera total.
 7/ El índice de morosidad ajustado (IMORA) se define como el saldo de la cartera vencida más castigos acumulados en los últimos 12 meses entre el saldo de la cartera total más castigos acumulados en los últimos 12 meses.
 Fuente: Banco de México.

En suma, a pesar de las condiciones financieras menos favorables en los mercados financieros internacionales, la evolución del financiamiento en el país ha continuado apoyando el desempeño de la actividad productiva. Todo esto en un entorno de tasas de interés y niveles de morosidad estables, lo que indica que no hay presiones sobre los mercados de fondos prestables.

4. Política Monetaria y Determinantes de la Inflación

Durante el periodo que cubre este Informe, la Junta de Gobierno mantuvo sin cambio, en 3 por ciento, el objetivo de la Tasa de Interés Interbancaria a un día en virtud de que estimó que la postura monetaria vigente fue conducente a afianzar la convergencia de la inflación a la meta de 3 por ciento (Gráfica 75). Al respecto conviene señalar que la conducción de la política monetaria en México continuó enfrentando una coyuntura complicada que requirió que el Instituto Central ponderara factores tanto internos como externos para definir la postura de política monetaria apropiada.

Gráfica 75
Objetivo de la Tasa de Interés Interbancaria a 1 Día ^{1/}
Por ciento anual



^{1/} Hasta el 20 de enero de 2008 se muestra la Tasa de Interés Interbancaria a 1 día.
Fuente: Banco de México.

Entre los factores considerados que dieron lugar a las decisiones de política monetaria señaladas, destacan los siguientes. Con relación a los factores internos:

- a) La inflación no solo alcanzó el objetivo permanente de 3 por ciento sino que se ubicó en niveles por debajo de la referida meta, siendo estos mínimos históricos. Adicionalmente, se anticipa que permanezca por debajo de 3 por ciento durante el resto del presente año y cerca de dicho nivel el siguiente.
- b) Al comportamiento favorable de la inflación contribuyó la ausencia de presiones sobre los precios por el lado de la demanda agregada dado que, ante el débil dinamismo de la actividad económica, prevalecen condiciones de holgura en la economía.
- c) Ante la depreciación del peso, el traspaso a precios ha sido limitado, manifestándose principalmente en los precios de algunos bienes durables y sin dar lugar a efectos de segundo orden.
- d) Las reducciones en los precios de insumos de uso generalizado como los energéticos, las materias primas y los servicios de

telecomunicaciones coadyuvieron, tanto directa como indirectamente, a la reducción de la inflación.

- e) Las expectativas de inflación se mantuvieron bien ancladas, incluso las correspondientes a horizontes de corto y mediano plazo disminuyeron.

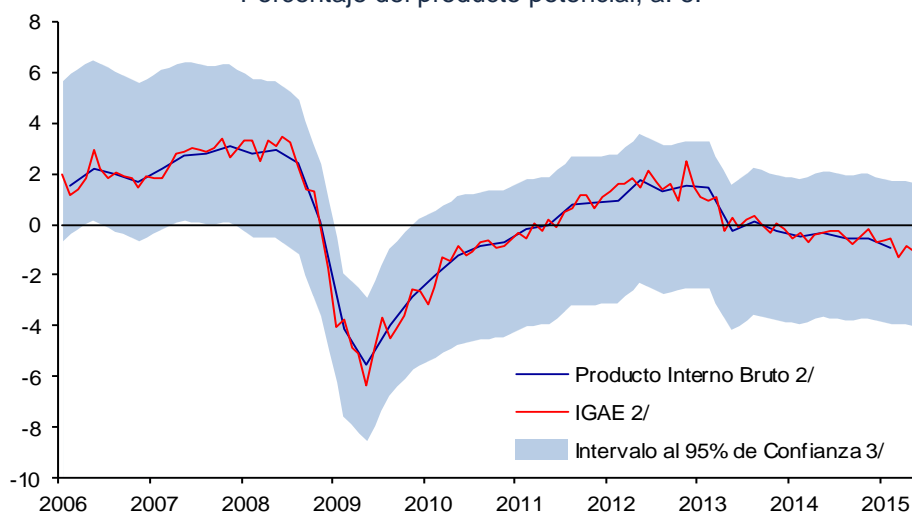
En cuanto a los factores externos:

- f) El peso, al igual que otras monedas de economías emergentes, ha registrado una depreciación adicional ante la cada vez más inminente subida de tasas de interés por parte de la Reserva Federal antes de que termine el año. Si bien hasta ahora este ajuste en la cotización de la moneda nacional no se ha visto reflejado en aumentos generalizados de precios, no se puede descartar que ello suceda y que las expectativas de inflación se vean afectadas. Por otro lado, como ya se comentó, la apreciación del dólar estadounidense ha sido un fenómeno generalizado prácticamente con respecto al resto de las monedas. Tratar de frenar mediante acciones de política monetaria la depreciación real de nuestra moneda, siempre y cuando esta se esté llevando a cabo de manera ordenada y con condiciones apropiadas de liquidez en nuestros mercados, también puede implicar importantes costos.

Profundizando en cuanto a los determinantes de la inflación, el moderado ritmo de crecimiento de la actividad económica ha propiciado condiciones de holgura en la economía, por lo que no se han presentado presiones sobre los precios en los principales mercados de insumos ni sobre las cuentas externas provenientes de la demanda agregada. En particular:

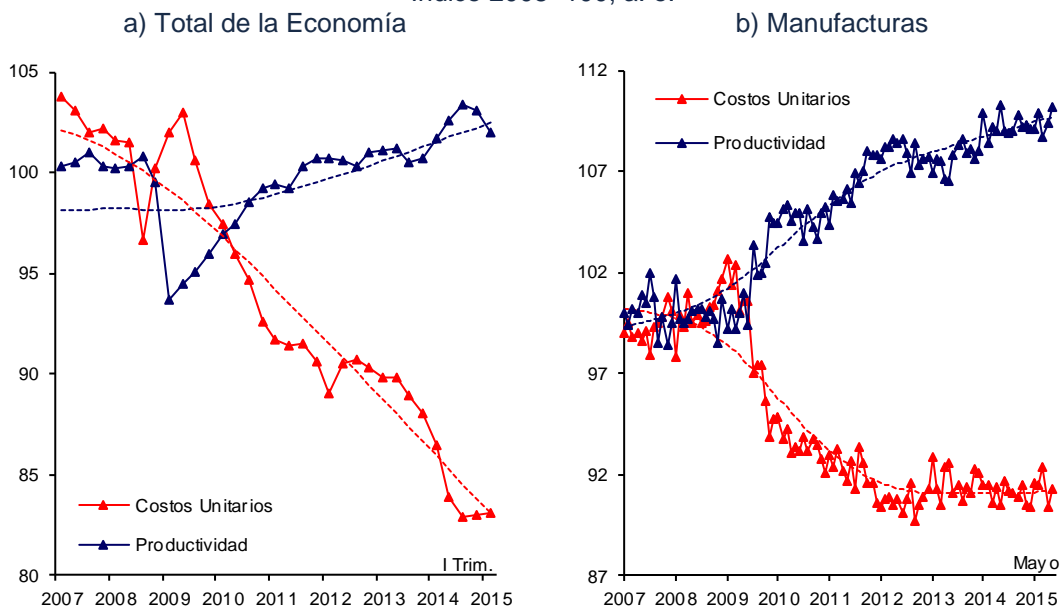
- i. La brecha del producto sigue registrando niveles negativos (Gráfica 76). Sin embargo, de mostrar la actividad económica un mayor dinamismo, esta se irá cerrando gradualmente.
- ii. En el mercado laboral persisten condiciones de holgura.
- iii. Los incrementos moderados que se han observado en los principales indicadores salariales, junto con la tendencia positiva que ha mostrado la productividad laboral, condujeron a que los costos unitarios de la mano de obra para la economía en su conjunto hayan permanecido en niveles bajos (Gráfica 77).

Gráfica 76
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; véase Informe sobre la Inflación Abril - Junio 2009, Banco de México, pág. 74.
 2/ Cifras del PIB al primer trimestre de 2015, cifras del IGAE a mayo de 2015.
 3/ Intervalo de confianza de la brecha del producto calculado con un método de componentes no observados.
 Fuente: Elaborado por Banco de México con información del INEGI.

Gráfica 77
Productividad y Costo Unitario de la Mano de Obra
 Índice 2008=100, a. e.

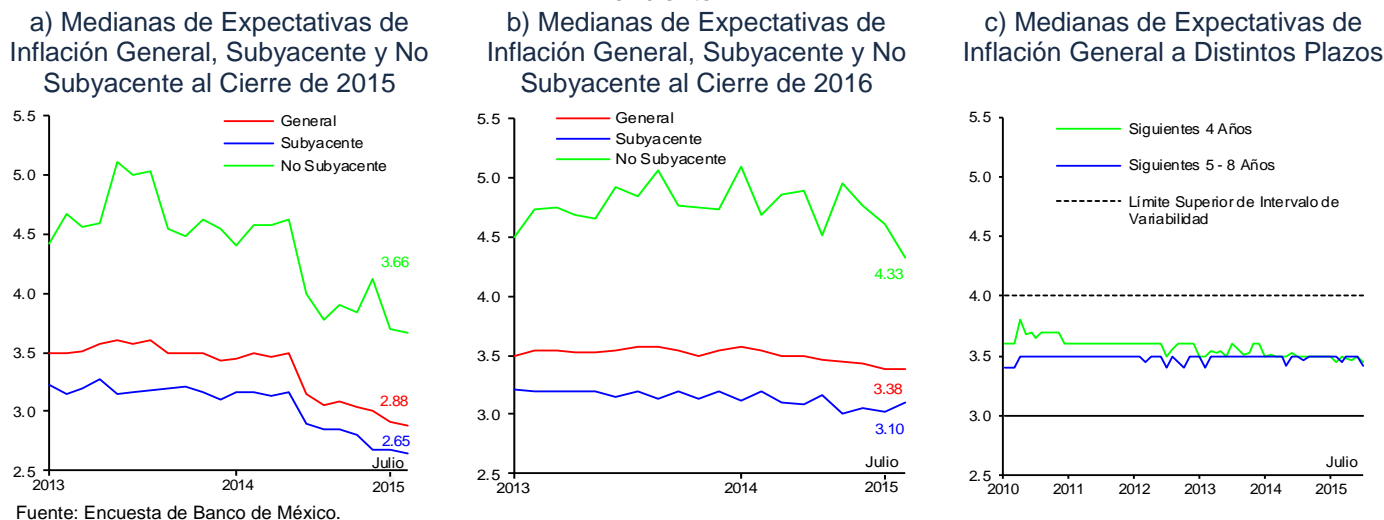


a. e. / Serie con ajuste estacional y serie de tendencia. La primera se representa con la línea sólida y la segunda con la punteada. Tendencias estimadas por Banco de México.
 Fuente: Costo Unitario elaborado por el Banco de México con cifras del INEGI. Índice Global de la Productividad Laboral en la Economía (IGPLE) publicado por INEGI.

a. e. / Serie con ajuste estacional y serie de tendencia. La primera se representa con la línea sólida y la segunda con la punteada.
 Fuente: Elaboración de Banco de México a partir de información desestacionalizada de la Encuesta Mensual de la Industria Manufacturera y del Indicador Mensual de la Actividad Industrial del Sistema de Cuentas Nacionales de México, INEGI.

Con relación a la evolución reciente de las expectativas de inflación, vale la pena señalar que en aquellas provenientes de la encuesta que levanta el Banco de México entre especialistas del sector privado la mediana al cierre de 2015 disminuyó de 3.1 a 2.9 por ciento entre las encuestas de marzo y julio de 2015.²¹ Al interior de esta previsión destaca que tanto la mediana correspondiente a las expectativas de inflación subyacente, como la expectativa de inflación no subyacente implícita en dichas medianas para el cierre del referido año se redujeron de 2.9 a 2.7 por ciento y de 3.9 a 3.7 por ciento, respectivamente, entre las referidas encuestas (Gráfica 78a). Por su parte, la mediana de las expectativas de inflación general para el cierre de 2016 disminuyó de 3.5 a 3.4 por ciento entre las mismas encuestas.²² En particular, la mediana de aquellas para el componente subyacente disminuyó de 3.2 a 3.1 por ciento, mientras que las expectativas implícitas para el componente no subyacente se redujeron de 4.5 a 4.3 por ciento (Gráfica 78b). Finalmente, las correspondientes a mayores plazos se mantuvieron estables en torno a 3.5 por ciento (Gráfica 78c).²³

Gráfica 78
Expectativas de Inflación
Por ciento



En lo referente a la evolución de las expectativas de inflación implícitas en las cotizaciones de instrumentos de mercado a 10 años, estas se mantuvieron estables en torno a 3.2 por ciento entre marzo y julio de 2015, mientras que la prima por riesgo inflacionario se ajustó, de alrededor de -30 a -15 puntos base, si bien

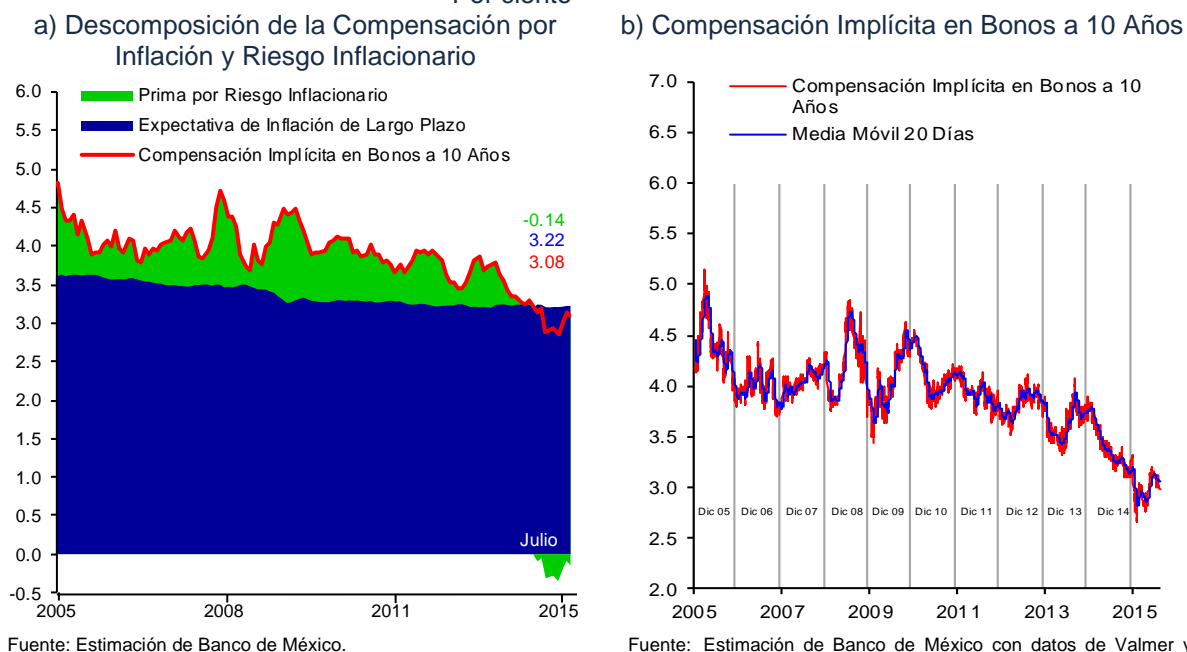
²¹ La mediana de la expectativa de inflación general para el cierre de 2015 con base en la Encuesta de Expectativas de Analistas de Mercados Financieros de Banamex registró un comportamiento similar al disminuir de 3.1 por ciento en la encuesta del 20 de marzo a 2.9 por ciento en la encuesta del 5 de agosto de 2015.

²² Por su parte, la mediana de la expectativa de inflación general para el cierre de 2016 de la Encuesta de Banamex se mantuvo alrededor de 3.5 por ciento entre la encuesta del 20 de marzo y la del 5 de agosto de 2015.

²³ Por lo que respecta a la mediana de las expectativas de inflación de largo plazo de la Encuesta de Banamex (correspondientes al periodo 2017 - 2021), estas también se han mantenido en promedio alrededor de 3.5 por ciento entre las encuestas del 20 de marzo y el 5 de agosto de 2015.

continúa en niveles negativos (Gráfica 79a).²⁴ De esta forma, aunque la compensación por inflación y riesgo inflacionario (diferencia entre las tasas de interés nominales y reales de largo plazo) se incrementó de aproximadamente 2.85 a 3.00 por ciento durante el periodo de referencia, aún permanece en niveles cercanos a su mínimo histórico (Gráfica 79b), lo que refleja que los tenedores de instrumentos con tasas de interés nominales siguen demandando una compensación por inflación y riesgo inflacionario relativamente baja en los bonos del gobierno mexicano.

Gráfica 79
Expectativas de Inflación
Por ciento



Fuente: Estimación de Banco de México.

Fuente: Estimación de Banco de México con datos de Valmer y Bloomberg.

En el entorno de elevada volatilidad en los mercados financieros internacionales ya descrito en las secciones anteriores de este Informe, los mercados financieros nacionales también se vieron afectados. Así, el peso mexicano registró una depreciación significativa frente al dólar estadounidense, al pasar de niveles de alrededor de 15.1 a 16.3 pesos por dólar entre finales de marzo y principios de agosto de 2015 (Gráfica 80a y Gráfica 80b).

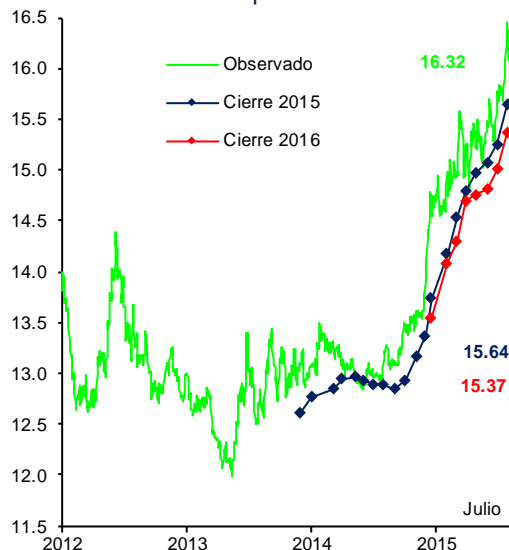
Aun cuando el factor más importante que contribuyó a la depreciación del peso fue la expectativa de un incremento en la tasa de interés de la Reserva Federal, otros factores de índole real, como el choque adverso a los términos de intercambio que representó la caída en el precio del petróleo y las revisiones a la baja en la plataforma de producción de este, con el consecuente impacto sobre las finanzas públicas del país y la balanza comercial petrolera, también influyeron en la cotización de la moneda nacional.

²⁴ Para una descripción de la estimación de las expectativas de inflación de largo plazo ver el Recuadro "Descomposición de la Compensación por Inflación y Riesgo Inflacionario" en el Informe Trimestral Octubre - Diciembre 2013.

Gráfica 80

Tipo de Cambio y Volatilidad Implícita del Tipo de Cambio

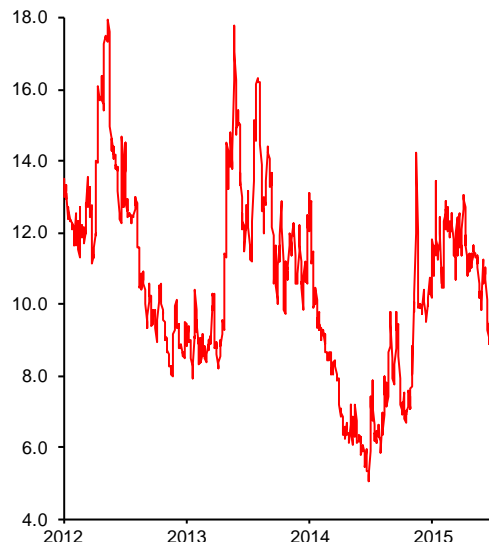
a) Tipo de Cambio Nominal y Expectativas del Tipo de Cambio al Cierre de 2015 y 2016 ^{1/}
Pesos por dólar



1/ El tipo de cambio observado es el dato diario del tipo de cambio FIX. El último dato del tipo de cambio observado corresponde al 11 de agosto de 2015.

Fuente: Banco de México y Encuesta de Banco de México.

b) Volatilidad Implícita en Opciones de Tipo de Cambio ^{2/}
Por ciento



2/ La volatilidad implícita en opciones del tipo de cambio se refiere a opciones a un mes.

Fuente: Bloomberg.

A pesar de la volatilidad registrada en los mercados financieros, no se han observado salidas netas de capitales. La tenencia de valores gubernamentales de no residentes se mantuvo estable aunque con ciertos cambios en su composición. En particular, la tenencia por parte de inversionistas de instrumentos de corto plazo se redujo, mientras que la tenencia de aquellos de mediano y largo plazo continuó incrementándose (Gráfica 81). Sin embargo, el ajuste en la exposición de riesgos del portafolio de los inversionistas ha implicado una mayor demanda por coberturas cambiarias, lo cual contribuyó a la depreciación de la moneda nacional.

En este contexto, para reducir la probabilidad de que presiones potenciales pudiesen perturbar el funcionamiento adecuado, esto es, con condiciones apropiadas de liquidez, del mercado cambiario nacional, la Comisión de Cambios tomó varias medidas durante el periodo de referencia. Primero, determinó extender, a partir del 9 de junio y hasta el 29 de septiembre de 2015, el mecanismo mediante el cual el Banco de México subastaba diariamente 52 millones de dólares sin precio mínimo, vigente desde el 11 de marzo pasado, así como mantener el mecanismo de subastas diarias por 200 millones de dólares con precio mínimo (a un tipo de cambio de 1.5 por ciento mayor al tipo de cambio FIX determinado el día inmediato anterior) introducido el 8 de diciembre de 2014. Posteriormente, ante un incremento en la volatilidad en los mercados financieros internacionales, decidió reforzar los mecanismos antes citados. Específicamente, a partir del 31 de julio y hasta el 30 de septiembre, incrementó el monto de la subasta sin precio mínimo de 52 a 200 millones de dólares y redujo el precio mínimo de la subasta diaria de 200 millones de dólares a uno equivalente al tipo de cambio FIX determinado el día hábil anterior más 1 por ciento. Cabe mencionar que, desde su introducción, se han vendido dólares por medio del mecanismo de subasta a un precio mínimo en

cinco ocasiones, por un total de 973 millones de dólares. Asimismo, la Comisión de Cambios expresó que al término de dicho periodo continuará evaluando la conveniencia de llevar a cabo acciones adicionales en caso de ser necesario.

Gráfica 81
Tenencia de Valores Gubernamentales de Residentes en el Extranjero y Tipo de Cambio

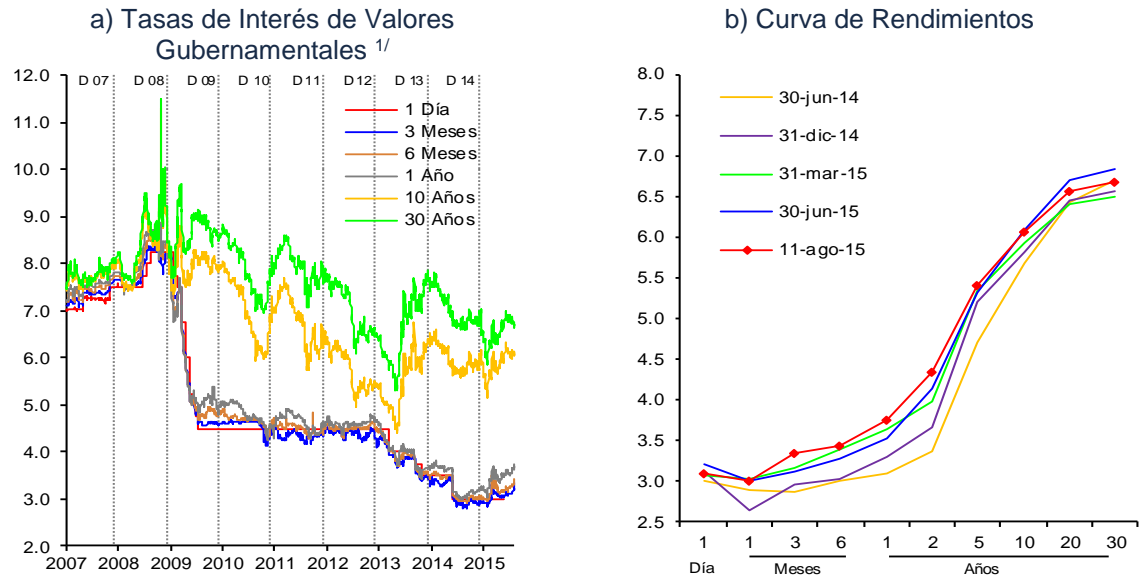


El ajuste en términos reales de la cotización de la moneda nacional facilita que la economía del país se adapte al nuevo entorno internacional. En este sentido, la depreciación del tipo de cambio nominal, en un contexto de expectativas de inflación bien ancladas y, en consecuencia de un bajo traspaso de movimientos cambiarios a los precios, así como de esfuerzos en materia de consolidación fiscal, contribuye a que la depreciación del tipo de cambio real se lleve a cabo de manera más eficiente. Esto implica cambios en la estructura de producción y la demanda agregada, atenuando de esta manera sus caídas así como la del empleo. Hacia adelante y con un horizonte de mayor plazo, cabe señalar que, si bien la incertidumbre sobre la normalización de la política monetaria de Estados Unidos ha conducido a un ambiente de elevada volatilidad en los mercados financieros internacionales, es de esperarse que en la medida en que la Reserva Federal incremente su tasa de referencia en respuesta a una actividad económica más dinámica en este país, el panorama tanto para las exportaciones de México, como para el peso será más favorable.

Por su parte, las tasas de interés en México registraron incrementos durante el periodo de referencia. Esto como reflejo del proceso de ajuste en las tasas de interés en Estados Unidos y dada la correlación positiva que ambas continúan guardando. En particular, la tasa de interés de valores gubernamentales de 10 años aumentó alrededor de 20 puntos base de finales de marzo a principios de agosto, al pasar de 5.9 a 6.1 por ciento, mientras que aquella con vencimiento a 2 años se incrementó en aproximadamente 40 puntos base, al pasar de 4.0 a 4.4 por ciento. Por su parte, la tasa de los valores gubernamentales a 3 meses tuvo un incremento de aproximadamente 10 puntos base al pasar de 3.2 a 3.3 por ciento (Gráfica 82a). De este modo la pendiente de la curva de rendimientos (que se aproxima con la

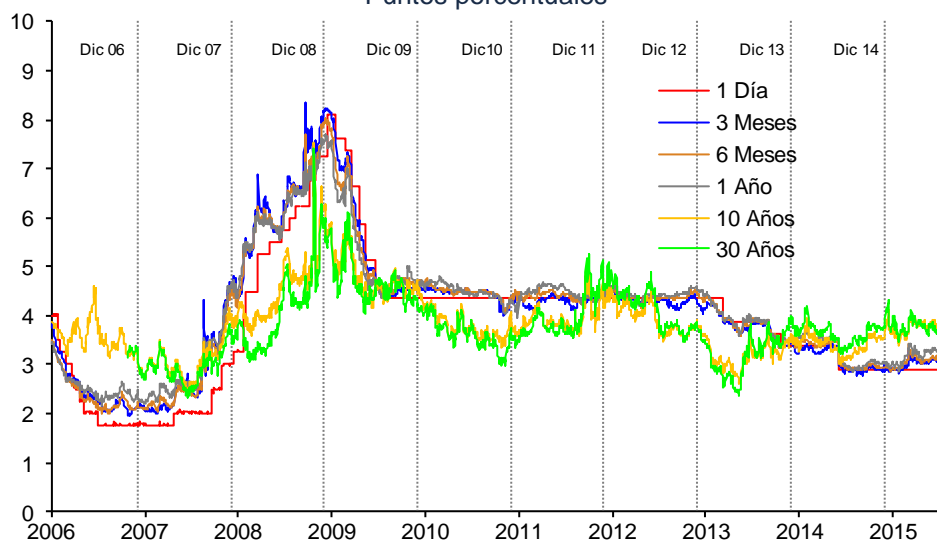
diferencia entre la tasa a 10 años y la tasa a 3 meses) registró un alza de aproximadamente 10 puntos base al pasar de 270 a 280 puntos base en el mismo periodo (Gráfica 82b).

Gráfica 82
Tasas de Interés en México
Por ciento



Como resultado de la evolución de las tasas de interés antes descrita y dado que las respectivas en Estados Unidos se incrementaron en mayor medida, los diferenciales de tasas de largo plazo entre ambas economías mostraron ligeras disminuciones. En particular, el diferencial de tasas de interés a 10 años se redujo marginalmente de alrededor de 390 a 385 puntos base en el periodo que cubre este Informe (Gráfica 83).

Gráfica 83
Diferenciales de Tasas de Interés entre México y Estados Unidos ^{1/}
 Puntos porcentuales



^{1/} Para la tasa objetivo de Estados Unidos se considera el promedio del intervalo considerado por la Reserva Federal.
 Fuente: Proveedor Integral de Precios (PiP) y Departamento del Tesoro Norteamericano.

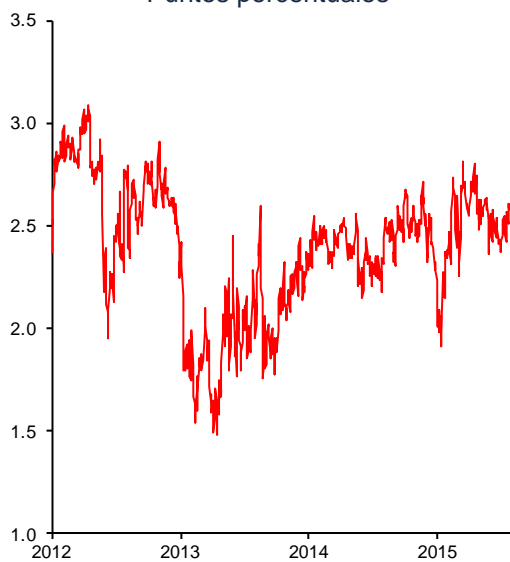
Para profundizar en cuanto a la evolución de las tasas de interés de mayor plazo en México, como en otras ocasiones, conviene analizar el comportamiento de sus diferentes componentes: la tasa de interés de corto plazo (tasa de interés de referencia); las tasas de interés de corto plazo esperadas; y, las primas por riesgo. Al respecto destaca que durante el periodo que cubre este Informe:

- a) El objetivo para la Tasa de Interés Interbancaria a 1 día se mantuvo en 3.0 por ciento.
- b) Las tasas de interés de corto plazo esperadas disminuyeron. En particular, de acuerdo con la encuesta que levanta el Banco de México entre especialistas del sector privado, la mediana de las expectativas para la tasa de interés de fondeo bancario al cierre de 2015 pasó de alrededor de 3.5 a 3.3 por ciento entre las encuestas de marzo y julio de 2015. Un comportamiento similar para el cierre de 2015 se infiere de las expectativas implícitas en las tasas de interés de instrumentos de mercado. Por su parte, para el cierre de 2016 la mediana de las expectativas provenientes de las referidas encuestas pasó de 4.5 a 4.0 por ciento. Este desempeño fue similar para las expectativas correspondientes a las tasas de interés en Estados Unidos.
- c) El comportamiento de las diversas primas de riesgo fue diferenciado, si bien en términos generales, se mantuvieron en niveles bajos:
 - i. Los indicadores de mercado que miden el riesgo de crédito soberano se incrementaron. En particular, el *Credit Default Swap* de 5 años subió aproximadamente 10 puntos base.

- ii. La prima por riesgo inflacionario ha venido corrigiendo los niveles negativos que presenta desde noviembre del año pasado y se encuentra actualmente alrededor de -15 puntos base (Gráfica 79a).
- iii. La prima por riesgo cambiario, que se aproxima mediante el diferencial entre la tasa de interés del bono gubernamental a 10 años emitido en pesos y la correspondiente al mismo plazo emitido en dólares, presentó una ligera disminución (Gráfica 84a).
- iv. Finalmente, un indicador de la prima por plazo (aproximada a través de la diferencia de la tasa de interés de 10 y de 2 años) se redujo ligeramente al pasar de 190 a 180 puntos base (Gráfica 84b).

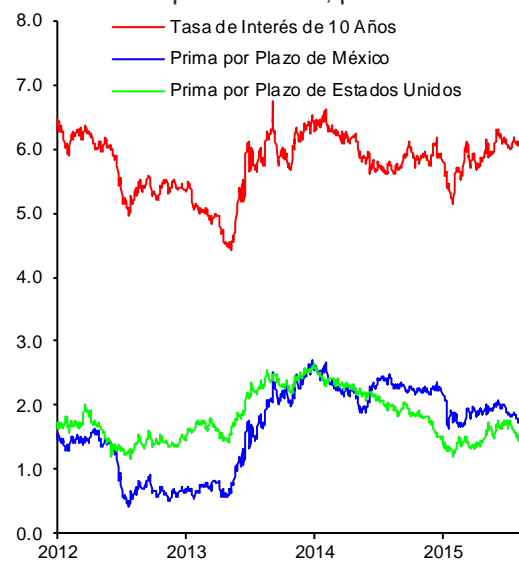
Gráfica 84
Primas de Riesgo

a) Diferencial entre la Tasa de Bonos de 10 Años en Moneda Nacional y en Dólares
Puntos porcentuales



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

b) Tasa de Interés en México del Bono Gubernamental a 10 Años y Prima por Plazo ^{1/}
Puntos porcentuales, por ciento



^{1/} La prima por plazo se refiere a la diferencia entre la tasa de interés a 10 años y la tasa de interés a 2 años.

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

A manera de resumen conviene enfatizar la importancia de que ante el complejo entorno externo se refuerce el marco macroeconómico en nuestro país. Para ello será necesario ajustar oportunamente la política monetaria y consolidar los esfuerzos en el ámbito fiscal. Esto contribuiría a mantener la confianza en la economía mexicana y, por consiguiente, a que el componente de primas de riesgo en las tasas de interés permanezca en niveles reducidos, lo cual será crucial para propiciar una evolución favorable de las tasas de interés del país ante el panorama futuro de condiciones financieras globales más astringentes.

5. Previsiones para la Inflación y Balance de Riesgos

Considerando el panorama descrito en este Informe para el entorno externo y la evolución reciente de los diferentes componentes de la demanda interna, a continuación se presenta el escenario macroeconómico previsto para la economía mexicana.

Crecimiento de la Economía Nacional: Para 2015 el intervalo de pronóstico del crecimiento del PIB de México se revisa de uno de 2.0 a 3.0 por ciento en el Informe precedente a uno de 1.7 a 2.5 por ciento. Para 2016, se prevé que la expansión del PIB se ubique entre 2.5 y 3.5 por ciento, mismo intervalo que en el Informe previo (Gráfica 85a).

Esta previsión se basa en varios elementos. Por un lado, el ritmo de crecimiento de la actividad económica en México en el primer semestre de 2015 fue menor que lo esperado. En particular, la producción industrial registró un débil desempeño como reflejo de que el sector de la minería petrolera continuó presentando una tendencia negativa y el sector de la construcción detuvo la recuperación que había venido mostrando. Adicionalmente, la producción manufacturera exhibió un bajo dinamismo como reflejo de la contracción en las exportaciones manufactureras, asociadas a su vez a la caída en la producción industrial de Estados Unidos. En este contexto, los componentes de la demanda interna registraron un crecimiento moderado.

Hacia adelante, se prevé que la actividad económica en México mejore en la segunda parte del año, aunque a un menor ritmo que lo anticipado en el Informe anterior. Se espera que el crecimiento de la demanda interna continúe siendo moderado de manera que la recuperación estaría asociada principalmente a una mayor producción manufacturera de México, reflejo a su vez de mayores exportaciones de este sector ante una mejoría en la actividad industrial de Estados Unidos y la depreciación real del peso respecto al dólar. Conviene señalar que, si bien las expectativas para la producción industrial de este último país se ajustaron recientemente a la baja para 2015, se continúa esperando una recuperación en el segundo semestre.²⁵

Para 2016, se anticipa que la implementación de las reformas estructurales se vea reflejada gradualmente en un mayor dinamismo de la inversión que acompañe la recuperación moderada que ha venido presentando el consumo. Adicionalmente, se espera que siga la recuperación de la actividad industrial de Estados Unidos y consecuentemente de las exportaciones de México.

Empleo: En congruencia con el ajuste en los pronósticos de crecimiento económico para 2015, las previsiones para el incremento del número de puestos de trabajo afiliados al IMSS también se revisan a la baja para ese año. Así, para 2015 se prevé un aumento de entre 560 y 660 mil puestos de trabajo afiliados al

²⁵ Las expectativas para la economía de Estados Unidos se basan en el consenso de los analistas encuestados por Blue Chip en agosto de 2015. Para la producción industrial en 2015, estas se ajustan de un crecimiento anual de 2.5 por ciento en el Informe anterior a 1.9 por ciento en el presente Informe. Para 2016, el crecimiento de este indicador se revisa de 3.1 por ciento reportado en el Informe precedente a 2.7 por ciento en el Informe actual.

IMSS, en comparación con la expectativa de un alza de entre 580 y 680 mil empleos en el Informe anterior. Para 2016, se espera un incremento de entre 600 y 700 mil puestos de trabajo afiliados al IMSS, mismo intervalo que en el Informe anterior.

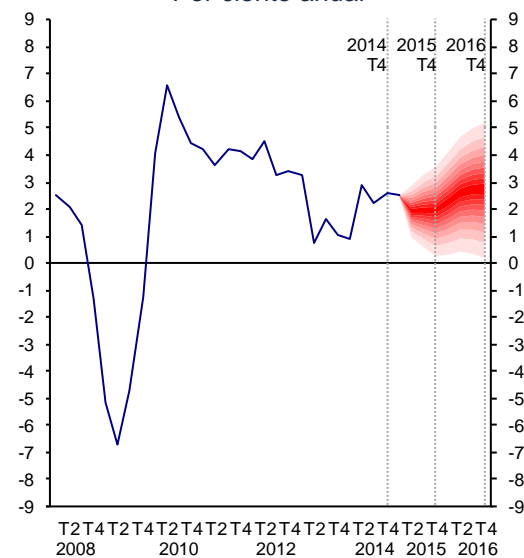
Cuenta Corriente: Para 2015, se prevén déficits en la balanza comercial y en la cuenta corriente de 6.0 y de 30.6 miles de millones de dólares, respectivamente (0.5 y 2.6 por ciento del PIB, en el mismo orden). Para 2016, se esperan déficits en la balanza comercial y en la cuenta corriente de 6.3 y de 31.8 miles de millones de dólares, respectivamente (0.5 y 2.5 por ciento del PIB, en ese orden).

Si bien se prevé cierta recuperación de la actividad económica de México en la segunda mitad del año y en 2016, no se anticipan presiones sobre la inflación ni sobre las cuentas externas provenientes del comportamiento de la demanda agregada. En particular, se anticipa que la brecha del producto se mantenga en terreno negativo en el horizonte de pronósticos aunque con una tendencia gradual a cerrarse (Gráfica 85b).

Gráfica 85

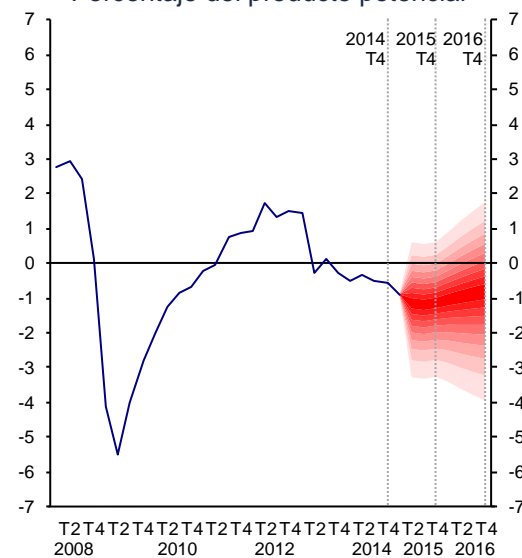
Gráficas de Abanico: Crecimiento del PIB y Brecha del Producto

a) Crecimiento del Producto, a. e.
Por ciento anual



a. e. / Cifras con ajuste estacional.
Fuente: INEGI y Banco de México.

b) Estimación de la Brecha del Producto, a. e.
Porcentaje del producto potencial



a. e. / Elaborado con cifras desestacionalizadas.
Fuente: Banco de México.

El escenario de crecimiento para el PIB de México descrito está sujeto a diversos riesgos. Entre aquellos a la baja se encuentran los siguientes:

- i. Que las exportaciones manufactureras sigan registrando un bajo dinamismo en caso de que el sector industrial en Estados Unidos mantenga un débil desempeño.
- ii. Un deterioro en las perspectivas de los inversionistas ante la falta de resultados favorables en torno a la implementación de la reforma

energética y/o ante un debilitamiento adicional en la percepción sobre el estado de derecho.

- iii. Que la recuperación de la plataforma petrolera en México se retrase y esto afecte el dinamismo del sector industrial en el país.
- iv. Un incremento adicional en la volatilidad en los mercados financieros internacionales que deteriore las condiciones de acceso a fuentes de financiamiento externo para la economía mexicana.

Por su parte, entre los riesgos al alza para el escenario previsto para el crecimiento del PIB destacan:

- i. Un mayor dinamismo del sector exportador ante una recuperación de la demanda externa mayor a la prevista.
- ii. Avances más satisfactorios en la implementación de las reformas estructurales y/o en el fortalecimiento del estado de derecho.

Inflación: Tomando en consideración la ausencia de presiones sobre los precios por el lado de la demanda agregada, así como las lecturas recientes de la inflación, se prevé que esta continúe mostrando una evolución favorable en lo que resta del año y durante 2016. Así, se anticipa que tanto la inflación general, como la subyacente, se mantengan por debajo de 3 por ciento en lo que resta de 2015, acorde con una variación moderada tanto en los precios de las mercancías como en los de los servicios. Para 2016, se contempla que tanto la inflación general, como la subyacente, se ubiquen en niveles cercanos a 3 por ciento. Esta previsión considera una recuperación en la actividad económica y que continúe un ajuste gradual en el precio relativo de las mercancías respecto al de los servicios en congruencia con la depreciación del tipo de cambio real en el tránsito de la economía mexicana al nuevo entorno externo (Gráfica 86 y Gráfica 87).

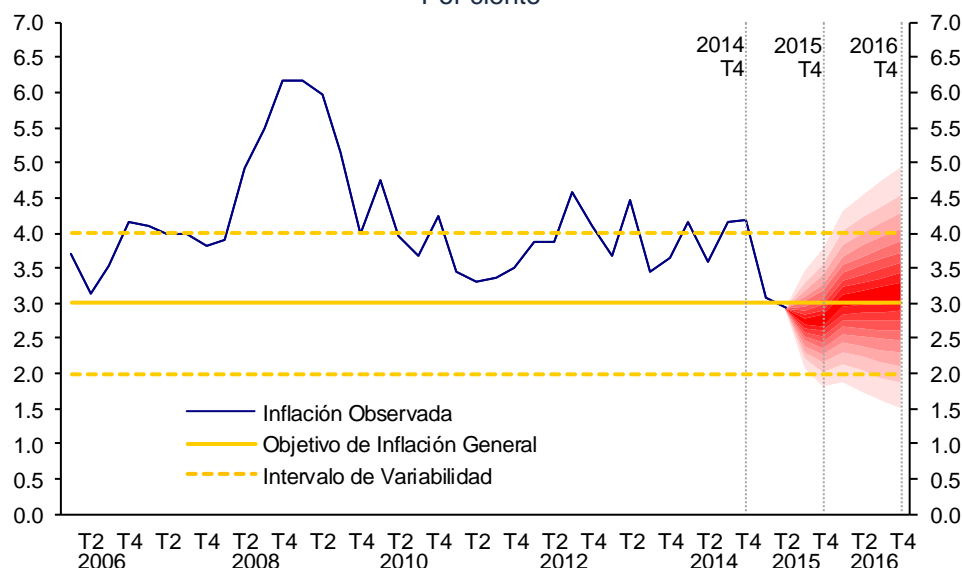
La previsión para la trayectoria de la inflación podría verse afectada por algunos riesgos, entre los que destacan los siguientes. Al alza:

- i. Que la depreciación del peso se incremente y que esta se traspase a los precios de los bienes no comerciables, lo que pudiera contaminar las expectativas de inflación.

A la baja:

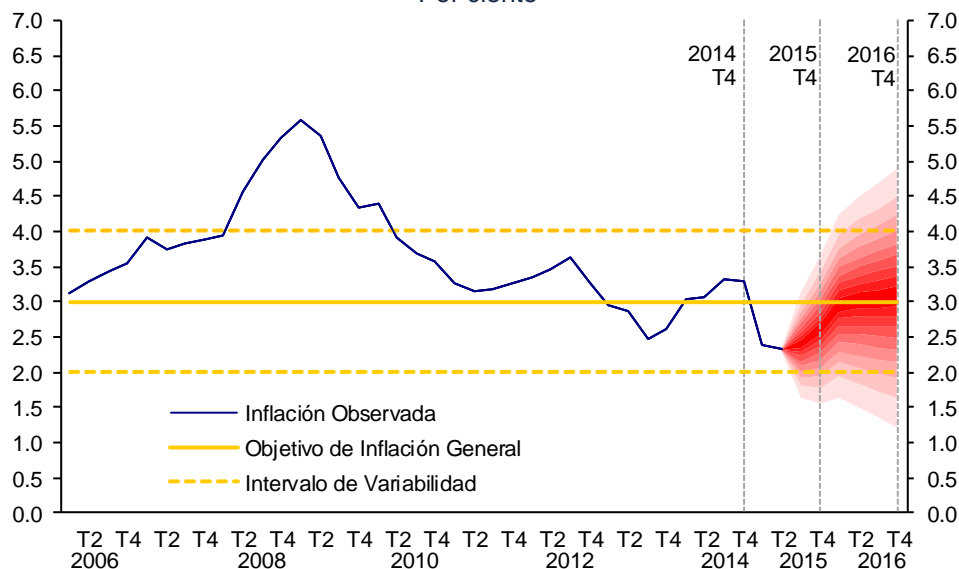
- i. Un dinamismo de la actividad económica todavía menor al previsto.
- ii. Disminuciones adicionales en los precios de la energía y/o en los servicios de telecomunicaciones.

Gráfica 86
Gráfica de Abanico: Inflación General Anual ^{1/}
 Por ciento



^{1/} Promedio trimestral de la inflación general anual.
 Fuente: Banco de México e INEGI.

Gráfica 87
Gráfica de Abanico: Inflación Subyacente Anual ^{1/}
 Por ciento



^{1/} Promedio trimestral de la inflación subyacente anual.
 Fuente: Banco de México e INEGI.

Considerando lo expuesto en el presente Informe, hacia adelante la Junta de Gobierno del Banco de México permanecerá vigilante al comportamiento de todos los determinantes de la inflación y de sus expectativas para horizontes de mediano y largo plazo, en particular al desempeño del tipo de cambio, a la postura monetaria relativa entre México y Estados Unidos, así como a la evolución del grado de holgura en la economía. Todo ello con la finalidad de estar en posibilidad de tomar las medidas necesarias con toda flexibilidad y en el momento en que las

condiciones lo requieran, para consolidar la convergencia de la inflación al objetivo de 3 por ciento.

Ante el complejo entorno internacional y las perspectivas de que este prevalezca en el futuro, es fundamental reforzar el marco macroeconómico para que contribuya a mantener la confianza en la economía de México. Para ello, en adición a ajustar oportunamente la postura de política monetaria, se requiere del fortalecimiento estructural de las finanzas públicas, el cual cobra mayor relevancia ante la importante disminución que han registrado los precios y la producción de petróleo. En particular, es indispensable que la razón deuda pública a PIB se estabilice en niveles que sean sostenibles en el mediano y largo plazos, para lo cual es fundamental el cumplimiento de los objetivos de consolidación fiscal que ha planteado el Gobierno Federal, así como esfuerzos permanentes para mantener finanzas públicas sanas.

Por otra parte, la confianza en la economía mexicana también debe verse fortalecida con mayores tasas de crecimiento de manera sostenida. Para ello, la productividad en el país debe expandirse a un mayor ritmo, lo cual a su vez, tiene como condición necesaria que se tengan avances claros en la implementación de las reformas estructurales. En efecto, como se ha mencionado en Informes anteriores, se espera que la correcta implementación de las reformas educativa, de competencia económica, de telecomunicaciones, la energética y la financiera, redunden en un esquema de incentivos que conduzca a ganancias en productividad que se vean reflejadas en un mayor bienestar para la población en general. Un ejemplo es la política de competencia cuya aplicación a mercados específicos podría reeditar en menores precios y con ello tener un efecto importante en el bienestar de los hogares y, en particular, en aquellas personas de menores ingresos y/o en condiciones de pobreza (ver Recuadro 4).

Finalmente, la evidencia internacional y en particular el reciente desarrollo de la crisis política y económica en Grecia y en la zona del euro han puesto en evidencia que la fortaleza de las instituciones es crucial para respaldar el buen funcionamiento de la economía. Es por ello que México debe llevar a cabo esfuerzos adicionales encaminados a fortalecer las instituciones y el estado de derecho, ya que, por ejemplo, la falta de seguridad pública tiene efectos negativos sobre la confianza, inhibe una asignación eficiente de recursos en la economía y dificulta el crecimiento de la actividad económica. En la medida en que México se mueva en esta dirección será posible detonar el potencial que la economía del país tiene para lograr un crecimiento económico más acelerado en un entorno de inflación baja y estabilidad financiera.

Recuadro 4 Dinámica de Precios, Bienestar y Pobreza

1. Introducción

Una apreciación común sobre la dinámica de precios en un número importante de bienes en México es que, a pesar de que se presenten reducciones en el precio al productor —el cual es el precio al que un bien se comercializa al mayoreo y cuyas transacciones típicamente implican altos volúmenes— estas no necesariamente se reflejan en el precio al consumidor. En contraste, suele ser el caso que incrementos en el precio al productor típicamente son seguidos por aumentos en sus respectivos precios al consumidor. A este fenómeno se le denominará en este Recuadro como “Asimetría al alza en el traspaso a precios al consumidor”.

A lo largo del tiempo, este patrón implica niveles de precios al consumidor más elevados, que a su vez significan una mayor inflación y afectan el poder adquisitivo de los hogares. Cuando este fenómeno se presenta en bienes alimenticios de consumo generalizado tiene repercusiones importantes en el bienestar de los hogares de menores ingresos, ya que estos destinan una mayor proporción de su gasto a estos bienes. Así, la eliminación de las asimetrías al alza implica niveles de precios más bajos y con ello, menor inflación y mejoras en el bienestar de la sociedad a través de incrementos en el poder adquisitivo de los consumidores, así como menos personas en condición de pobreza alimentaria.¹

En este Recuadro se documenta la presencia de asimetrías al alza en el traspaso a precios al consumidor para un amplio número de bienes de la canasta del Índice Nacional de Precios al Consumidor (INPC), particularmente en los bienes alimenticios. A partir de este análisis, se exploran los beneficios que se podrían haber obtenido en términos del bienestar de los hogares en caso de que las asimetrías positivas no se hubieran presentado en el periodo 2006 – 2014. Los resultados señalan que si durante el referido periodo no se hubiesen observado asimetrías al alza en el traspaso de precios al consumidor: i) el nivel de precios de un amplio grupo de alimentos hubiese sido menor con lo que en promedio la inflación anual del INPC habría sido 13 puntos base menor cada año; ii) el poder adquisitivo del ingreso

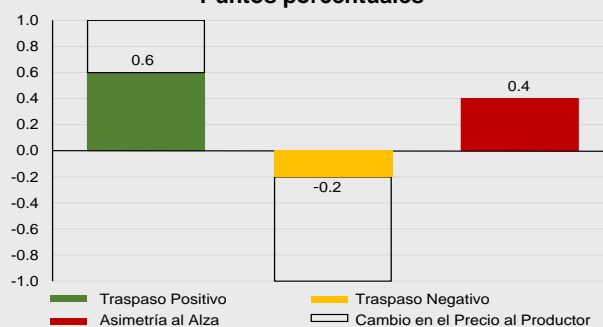
personal disponible de los hogares urbanos del primer quintil hubiera sido mayor en aproximadamente 686 pesos en 2014; y iii) los menores niveles de precios en los productos alimenticios hubieran significado una reducción de 5.1 por ciento en el costo de la canasta alimentaria urbana del CONEVAL, lo que habría implicado aproximadamente 1.7 millones de personas menos en condición de pobreza alimentaria en localidades urbanas en 2014 (11 por ciento de la población urbana observada en esta condición en el mismo año).

El análisis que se presenta consta de tres partes. Primero, se analiza la presencia de asimetrías para un amplio grupo de los bienes alimenticios del INPC. Segundo, se realiza un ejercicio contrafactual en el que se simula la dinámica de los precios entre 2006 y 2014 de aquellos bienes para los que se encontró evidencia de una asimetría al alza bajo el supuesto de que esta no se hubiese presentado. Con base en este ejercicio se calculan índices de precios contrafactuales a partir de los cuales se cuantifican algunos de los beneficios en el bienestar de la población. Tercero, se dan ejemplos de mercados donde podría ser interesante analizar la dinámica de precios en segmentos de la cadena de producción, previas a la comercialización.

2. Asimetrías al Alza en el Traspaso de Precios

Conceptualmente, las asimetrías al alza para un bien hipotético se ilustran en la Gráfica 1. El ejemplo muestra el traspaso en el precio al consumidor dado un cambio de 1 por ciento en el precio al productor.

Gráfica 1
Asimetrías al Alza en el Traspaso de Precios
Puntos porcentuales



Traspaso positivo: Ante un incremento en el precio al productor de 1 por ciento, el precio al consumidor se incrementa en 0.6 por ciento (barra verde).

Traspaso negativo: Ante una reducción en el precio al productor de 1 por ciento, el precio al consumidor disminuye 0.2 por ciento (barra amarilla).

¹ En este Recuadro la pobreza alimentaria se refiere a la pobreza calculada como el porcentaje de la población cuyos ingresos se encuentran por debajo de la línea de bienestar mínimo definida por el Consejo Nacional de Evaluación de la Política de Desarrollo Social (CONEVAL, 2014).

Asimetría al alza: Resulta de la diferencia entre el traspaso positivo y el negativo, 0.4 puntos porcentuales (barra roja).

Este patrón en los precios impone un sesgo al alza en el nivel de precios a través del tiempo, lo que en última instancia repercute en mayores niveles de inflación y, como se ilustrará más adelante, de manera negativa sobre los niveles de bienestar de la población.

3. Identificación de Bienes Alimenticios con Asimetrías al Alza en el Traspaso de Precios

Se analizaron las series de precios de 80 bienes alimenticios (mercancías alimenticias y agropecuarios), cotizados tanto en el INPC como en el Índice Nacional de Precios al Productor (INPP), debido a que para estos bienes existe una correspondencia en su definición entre ambos índices. En total, los bienes analizados representan 18 por ciento del INPC y 79.2 por ciento del conjunto de bienes alimenticios del INPC. Para estimar el traspaso de los precios al productor a los precios al consumidor se utilizó un modelo econométrico de rezagos distribuidos que permite estimar las referidas asimetrías utilizando series de tiempo de las variaciones mensuales del INPC y del INPP de 1996 a 2013.^{2, 3}

Del conjunto de bienes estudiados, se identificaron 41 bienes alimenticios –que representan 65 por ciento de la canasta analizada y 11.7 por ciento del INPC– con evidencia estadística de asimetría al alza en el traspaso de bienes al consumidor.⁴ El Cuadro 1 presenta las estimaciones de la magnitud de las asimetrías al alza para los 41 productos en los que se identifica este patrón en su dinámica de precios. De entre los bienes alimenticios, algunos que destacan tanto por sus asimetrías al alza como por su elevado peso en el INPC son: la carne de res, el pollo, la carne de cerdo, el huevo, la leche, el pan y los refrescos.

² El modelo utilizado se basa en Peltzman (2000). Los detalles de la especificación del modelo se presentan en Guerrero, Juárez, Kochen, Puigvert y Sámano (2015). Se realizaron pruebas estándar de raíz unitaria a las series de cada bien para el periodo estudiado. Los resultados sugieren que dichas series son estacionarias. Asimismo, otras pruebas de estacionariedad como Ng y Perron (2001) para las variaciones mensuales del índice de precios de los bienes analizados en el periodo de estudio sugieren que las series en su conjunto son estacionarias.

³ Para evitar que los aumentos de precio a raíz de las modificaciones fiscales que entraron en vigor en 2014 sesguen los resultados de las asimetrías en el traspaso a precios al consumidor, la estimación se realizó utilizando información hasta 2013.

⁴ Los 39 bienes analizados para los que no se encontró evidencia de asimetrías positivas estadísticamente distintas de cero son: aceites y grasas vegetales comestibles; aguacate; atún y sardina en lata; chile seco; chiles envasados, moles y salsas; concentrados para refrescos; crema de leche; durazno; frijol procesado; galletas; guayaba; helados; jamón; jitomate; leche en polvo; lechuga y col; mantequilla; masa y harinas de maíz; melón; naranja; otras frutas; otras legumbres; otros mariscos; papa y otros tubérculos; papaya; pasta para sopa; pepino; pescado; piña; plátanos; queso fresco; sandía; tomate verde; yogurt; mayonesa y mostaza; tortilla de maíz; otros quesos; queso manchego o Chihuahua; y queso Oaxaca o asadero.

Cuadro 1
Resultados de la Estimación de las
Asimetrías al Alza en el Traspaso de Precios ^{1/}

Bien	Ponderador INPC Por ciento	Asimetría Puntos porcentuales
Carnes	4.43	
1 Carne de Res	1.78	0.64
2 Pollo	1.32	0.27
3 Carne de Cerdo	0.69	0.21
4 Chorizo	0.45	0.40
5 Salchichas	0.12	0.38
6 Carnes Secas y Otros Embutidos	0.05	0.38
7 Tocino	0.02	0.38
Huevo, Leche y sus Derivados	2.13	
8 Huevo	0.61	0.14
9 Leche Pasteurizada y Fresca	1.43	0.56
10 Leche Evaporada y Condensada	0.06	0.68
11 Queso Amarillo	0.02	0.50
Refrescos y Aguas Preparadas	1.69	
12 Refrescos Envasados	1.09	2.53
13 Agua Embotellada	0.40	0.33
14 Jugos o Néctares Envasados	0.20	1.13
Frutas y Vegetales	1.39	
15 Frijol	0.28	0.48
16 Manzana	0.23	0.42
17 Limón	0.21	0.32
18 Cebolla	0.17	0.21
19 Calabacita	0.13	0.15
20 Otros Chiles Frescos	0.09	0.22
21 Uva	0.07	1.37
22 Zanahoria	0.07	0.26
23 Nopales	0.07	0.12
24 Otras Legumbres Secas	0.06	0.30
25 Otras Conservas de Frutas	0.02	0.46
Pan	1.08	
26 Pan Dulce	0.53	0.65
27 Pan Blanco	0.29	0.72
28 Pan de Caja	0.20	0.56
29 Pan Dulce Empaquetado	0.06	0.54
Cereales, sus Derivados y Otros	0.50	
30 Cereales en Hojuelas	0.21	0.69
31 Arroz	0.15	0.52
32 Papas Fritas y Similares	0.07	0.39
33 Harinas de Trigo	0.03	0.67
34 Sopas y Puré de Tomate	0.02	1.80
35 Otros Condimentos	0.02	5.59
Azúcares y Postres	0.38	
36 Azúcar	0.18	0.35
37 Café Soluble	0.12	1.20
38 Café Tostado	0.03	0.43
39 Chocolate	0.05	1.18
Pescados y Mariscos	0.12	
40 Camarón	0.09	0.35
41 Pescados y Mariscos en Conserva	0.04	0.59

^{1/} Se reporta la estimación de la asimetría acumulada al alza más alta en los tres primeros meses a partir del cambio en los precios al productor.

Fuente: Elaboración propia con datos de Banxico y del INEGI.

4. Efectos Potenciales de Eliminar las Asimetrías al Alza en el Traspaso a Precios al Consumidor

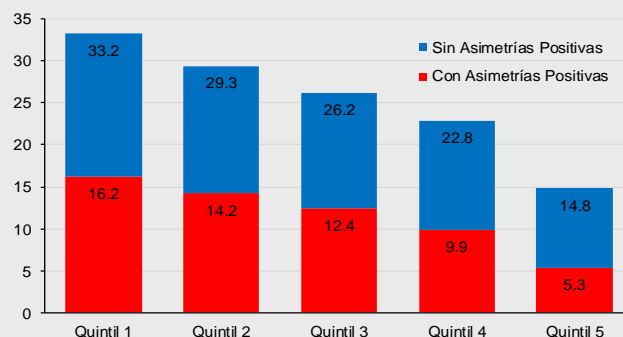
Con el fin de estimar los efectos de las asimetrías al alza en el traspaso de precios al consumidor se calcularon índices de precios contrafactuales en los que se simula su dinámica entre 2006 y 2014 bajo el supuesto de que estas asimetrías no se hubiesen presentado en los 41 bienes en los que se identificó dicho patrón. Intuitivamente, estos índices contrafactuales generan el nivel de precios que hubiera existido si las reducciones de los precios al productor se hubiesen transmitido a los precios al consumidor en la misma magnitud que lo hicieran los incrementos, es decir, suponiendo una asimetría al alza de 0.0. Para el resto de los bienes y servicios del INPC se utilizaron los índices de precios observados.

El periodo 2006 - 2014 es de especial interés porque se caracterizó por una elevada volatilidad en los precios de los bienes alimenticios dado el comportamiento de las cotizaciones internacionales de las materias primas alimenticias. Durante episodios de elevada volatilidad, la presencia de asimetrías al alza tiene mayores implicaciones para los niveles de precios, en comparación a los periodos de baja volatilidad. Esto se debe a que las variaciones de precios y los efectos adversos de las asimetrías sobre el nivel de precios son más frecuentes. Del ejercicio descrito se encuentran los siguientes resultados:

Efectos en el INPC. Si las asimetrías al alza identificadas en los 41 productos señalados no se hubiesen presentado durante el periodo 2006 - 2014, la inflación anual del INPC habría sido en promedio 13 puntos base menor a la observada cada año.

Impactos Diferenciados en la Población. Es de esperarse que los efectos en consumo alimenticio de una eliminación de las asimetrías al alza en la transmisión de precios sean potencialmente mayores para los hogares urbanos de ingresos más bajos. Estos hogares destinan cerca de 33 por ciento de su gasto total en alimentos y casi la mitad de esos recursos los gastan en bienes identificados con asimetrías al alza (Gráfica 2). Por su parte, los hogares del último quintil de ingreso destinan casi 15 por ciento de su gasto en alimentos pero sólo cerca de una tercera parte de ese gasto lo realizan en bienes con asimetrías al alza.

Gráfica 2
Proporción del Gasto de los Hogares Urbanos Destinado a Alimentos
Porcentaje del gasto promedio por hogar, 2006-2014 ^{1/}



^{1/} Estos porcentajes se calcularon a partir del gasto trimestral ajustado del hogar promedio, por quintil de ingreso, utilizando datos de las ENIGHs.

Fuente: Elaboración propia con datos del INEGI.

Efectos en el Bienestar de los Hogares Urbanos. Niveles de precios más bajos para estos 41 bienes hubieran significado una mejora en el bienestar de los hogares a través de un mayor poder adquisitivo de su ingreso disponible.⁵ En particular, si durante el periodo 2006 - 2014 se hubieran eliminado las asimetrías al alza de los productos alimenticios identificados, el hogar promedio del primer quintil de ingreso habría tenido un incremento en el poder adquisitivo de su ingreso disponible de aproximadamente 686 pesos en diciembre de 2014, que equivale a 1.6 por ciento más de ingreso total anual.

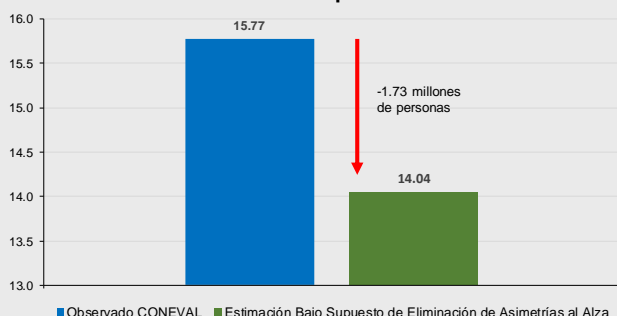
Efectos en la Canasta Alimentaria Urbana del CONEVAL. De haberse eliminado las asimetrías al alza en los bienes identificados, el costo mensual de esta canasta alimentaria urbana habría sido 5.1 por ciento menor al costo observado en agosto de 2014, mes en el que más recientemente se cuantificó la pobreza.

Efectos en Pobreza Alimentaria. El menor costo de la canasta alimentaria de CONEVAL hubiese implicado aproximadamente 1.7 millones de personas menos en condición de pobreza alimentaria, lo cual equivale a 11 por ciento del número de personas estimadas en esa condición en 2014 (Gráfica 3).⁶

⁵ La mejora en el bienestar se calculó como la diferencia entre la variación equivalente con los precios observados y la variación equivalente del índice de precios contrafactual derivado de la eliminación de asimetrías al alza. Para el cálculo de la variación equivalente se siguió la metodología descrita en Juárez (2015).

⁶ Es importante mencionar, que este ejercicio no considera efectos de equilibrio general por lo que estos resultados podrían presentar un ligero sesgo al alza. Por ejemplo, podría ser el caso que, dados los menores niveles de precios, el incremento en los salarios y/o en las transferencias gubernamentales hubiera sido menor al observado, y, por lo tanto, la reducción en el número de personas en pobreza sería ligeramente menor a la estimada.

Gráfica 3
Cambio en la Pobreza Alimentaria en Zonas Urbanas Derivada de la Eliminación de Asimetrías, 2014
Millones de personas



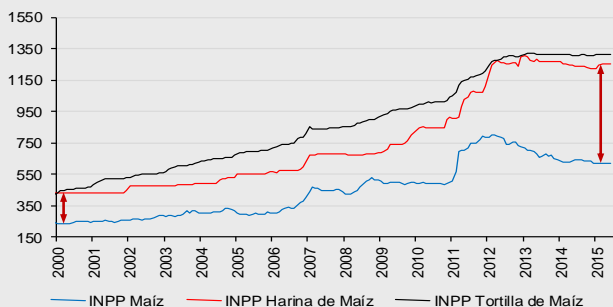
Fuente: Elaboración propia con datos del CONEVAL y del INEGI.

5. Otros Bienes con Asimetrías al Alza en el Traspaso de Precios

Dos terceras partes del gasto de los hogares del primer quintil de ingreso se realiza en bienes no alimenticios y servicios. Por lo tanto, de existir asimetrías al alza en el precio al consumidor en estos sectores, las potenciales ganancias en bienestar de eliminar dichas asimetrías serían aún mayores que las previamente presentadas.

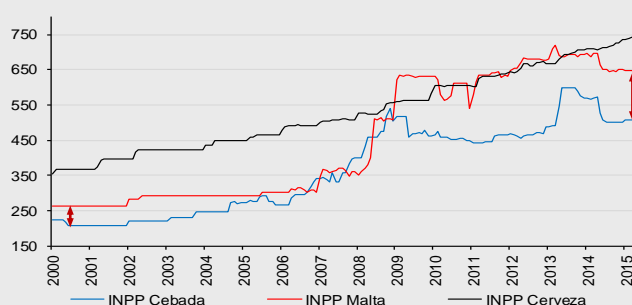
Adicionalmente, es posible que las asimetrías al alza estén presentes no sólo en el segmento de comercialización (estimado en el ejercicio anterior), sino también en otros segmentos de la cadena de producción. Particularmente, podrían existir en el traspaso del precio de los insumos al precio al productor. Por ejemplo, la Gráfica 4 muestra que para el caso de la cadena maíz-tortilla la brecha entre los precios de algunos de sus insumos y los precios al productor de la harina de maíz se ha ampliado durante los últimos 15 años. Más aún, a partir de 2011 se observa que la caída en los precios del maíz no se ha traducido en menores precios de la harina de maíz ni de la tortilla. Un caso similar se presenta en la cadena cebada-cerveza. En la Gráfica 5 se aprecia que a partir de 2009 la brecha entre los precios de la cebada y la malta se ha ampliado, al igual que con respecto al precio de la cerveza.

Gráfica 4
Precios Seleccionados en la Cadena Maíz-Tortilla
Índice, ene 1994=100



Fuente: Elaboración propia con datos del INEGI.

Gráfica 5
Precios Seleccionados en la Cadena Cebada-Cerveza
Índice, ene 1994=100



Fuente: Elaboración propia con datos del INEGI.

6. Consideraciones Finales

Los resultados que se presentan en este Recuadro indican que las ganancias en bienestar derivadas de eliminar las asimetrías al alza en el traspaso de precios al consumidor de ciertos alimentos se reflejarían en niveles de precios más bajos y en menor inflación, lo que impactaría favorablemente al bienestar de los hogares, particularmente aquellos de más bajos ingresos. Más aún, estas ganancias podrían ser potencialmente mayores a las cuantificadas en este Recuadro, toda vez que el patrón de precios analizado pudiera también estar presente en otros bienes y servicios en la economía así como en distintos segmentos de la cadena de producción.

Los resultados muestran que el estudio de los factores que generan las asimetrías al alza en el traspaso a precios y la identificación de canales de acción efectivos para la eliminación de dichas asimetrías es un paso de fundamental importancia para mejorar el bienestar de la sociedad. Un factor que podría ser causal de estas es el funcionamiento inadecuado de los mercados, por ejemplo, condiciones de falta de competencia.

En efecto, la evidencia internacional ha mostrado que existe una relación positiva entre la presencia de asimetrías al alza en el traspaso de precios al consumidor y la falta de competencia en los mercados (Lloyd et al. 2006; Borenstein et al. 1997). En suma, un paso natural para identificar acciones que permitan eliminar la asimetría en el traspaso de precios al consumidor y con ello mejorar el bienestar de población consiste en analizar las condiciones de competencia en los mercados para los que se encontró evidencia de un traspaso asimétrico.

Referencias

Borenstein, S., A. C. Cameron y R. Gilbert (1997). "Do Gasoline Prices Respond Asymmetrically to Crude Oil Price Changes?", *Quarterly Journal of Economics*, 112: 305-339.

CONEVAL (2014). *Metodología para la medición multidimensional de la pobreza en México (segunda edición)*. México, D.F: CONEVAL.

Guerrero, S., M. Juárez, F. Kochen, J. Puigvert y D. Sámano (2015). "Transmisión de Precios en los Mercados de Bienes Alimenticios y No Alimenticios: Evidencia de México." Por aparecer en la serie de Documentos de Investigación del Banco de México.

Juárez, M. (2015). "The Impact of Food Price Shocks on Consumption and Nutritional Patterns of Urban Mexican Households". Por aparecer en la serie de Documentos de Investigación del Banco de México.

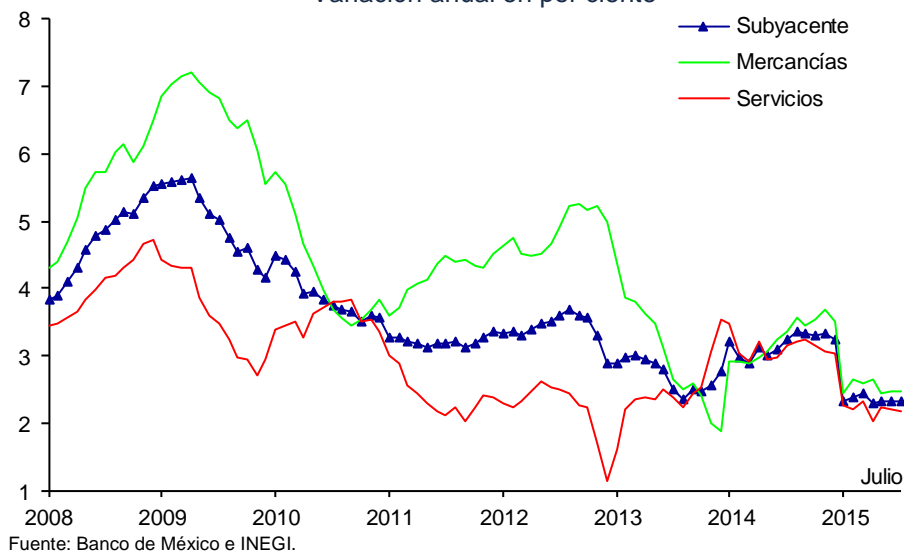
Lloyd, T., S. McCorriston, W. Morgan y A. J. Rayner (2006). "Food Scares, Market Power and Price Transmission: the UK BSE Case", *European Review of Agricultural Economics*, 33(2): 119-147.

Ng, S. y P. Perron (2001). "Lag Length Selection and the Construction of Unit Root Tests with Good Size and Power", *Econometrica*, 69(6): 1519-54.

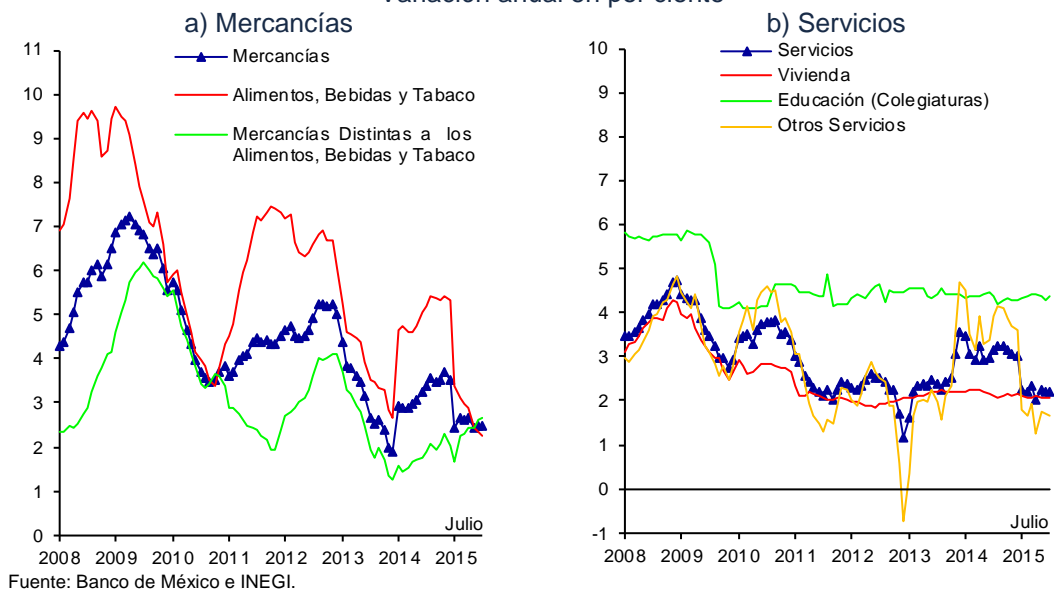
Peltzman, S. (2000). "Prices Rise Faster than They Fall", *Journal of Political Economy*, 108: 466-50.

Anexo 1: Gráficas Complementarias de la Evolución Reciente de la Inflación

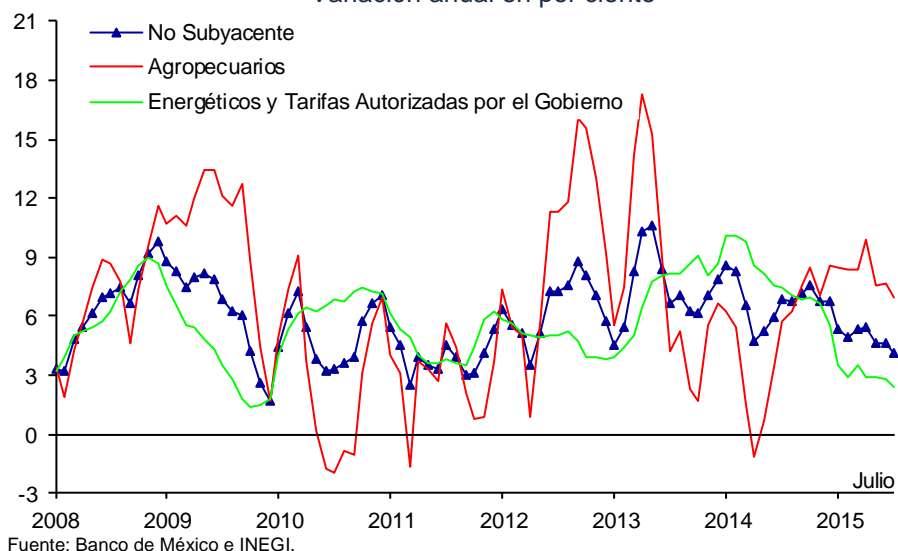
Gráfica A1
Índice de Precios Subyacente
 Variación anual en por ciento



Gráfica A2
Índice de Precios Subyacente: Mercancías y Servicios
 Variación anual en por ciento

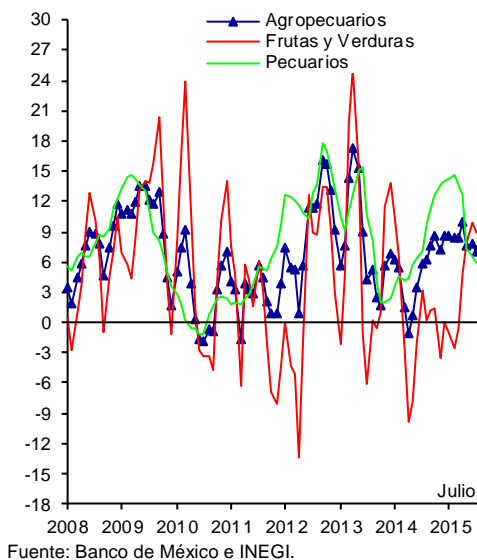


Gráfica A3
Índice de Precios No Subyacente
 Variación anual en por ciento

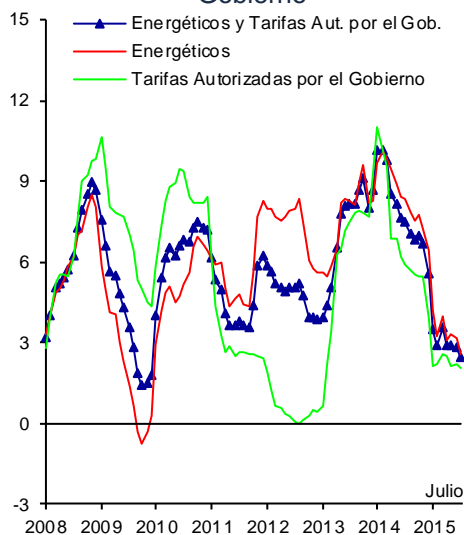


Gráfica A4
Índice de Precios No Subyacente
 Variación anual en por ciento

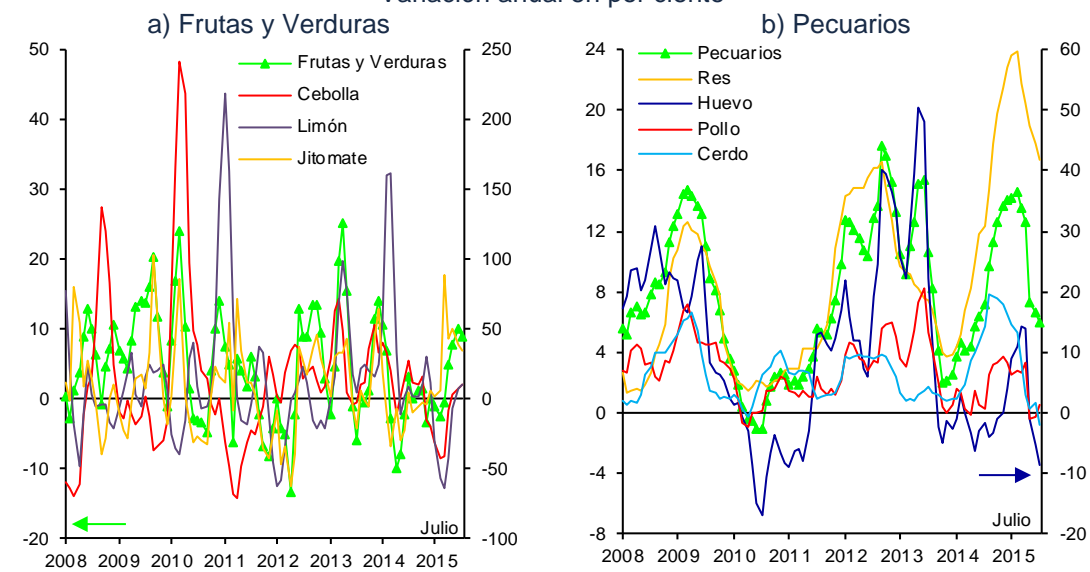
a) Agropecuarios



b) Energéticos y Tarifas Autorizadas por el Gobierno

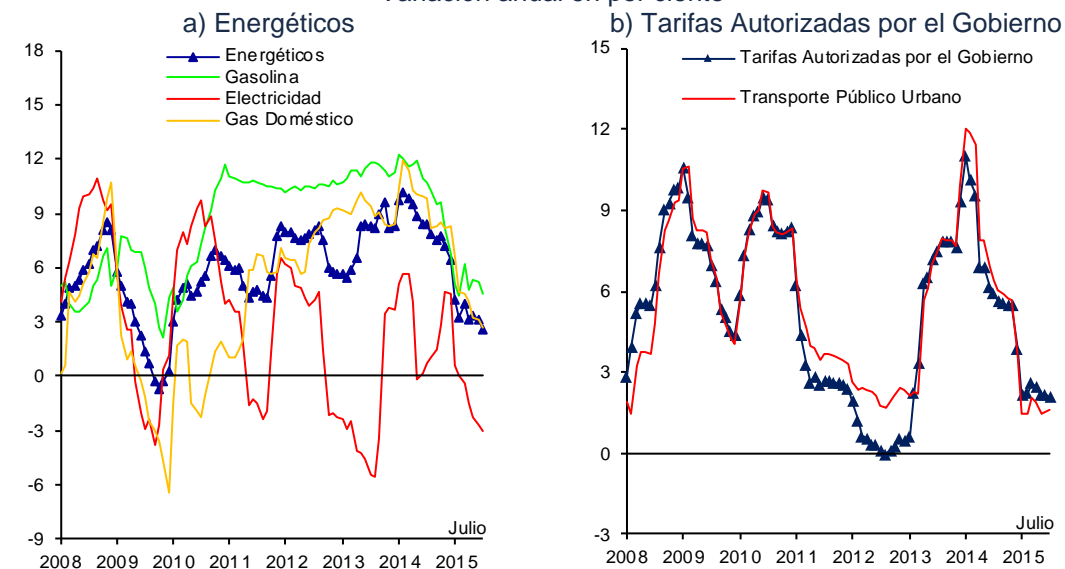


Gráfica A5
Índice de Precios Agropecuarios
 Variación anual en por ciento



Fuente: Banco de México e INEGI.

Gráfica A6
Índice de Precios de Energéticos y Tarifas Autorizadas por el Gobierno
 Variación anual en por ciento



Fuente: Banco de México e INEGI.

Capítulo III: Informe Trimestral Julio - Septiembre 2015 135

CONTENIDO

Capítulo III: Informe Trimestral Julio - Septiembre 2015	135
1. Introducción	135
2. Evolución Reciente de la Inflación.....	138
2.1. La Inflación en el Tercer Trimestre de 2015.....	138
2.2. Índice Nacional de Precios al Productor.....	144
3. Entorno Económico y Financiero Prevaliente en el Tercer Trimestre de 2015	146
3.1. Condiciones Externas	146
3.1.1. Actividad Económica Mundial.....	146
3.1.2. Precios de las Materias Primas.....	150
3.1.3. Tendencias de la Inflación en el Exterior	151
3.1.4. Política Monetaria y Mercados Financieros Internacionales.....	155
3.2. Evolución de la Economía Mexicana.....	160
3.2.1. Actividad Económica	160
3.2.2. Mercado Laboral.....	167
3.2.3. Ahorro Financiero y Financiamiento en el País.....	170
4. Política Monetaria y Determinantes de la Inflación	178
5. Previsiones para la Inflación y Balance de Riesgos.....	187
Anexo 1: Gráficas Complementarias de la Evolución Reciente de la Inflación.....	192

RECUADROS

5. Traspaso de Variaciones en el Tipo de Cambio a Precios en Economías de Latinoamérica	152
-----------------------------------------------------------------------------------------------	-----

Capítulo III: Informe Trimestral Julio - Septiembre 2015

1. Introducción

En cumplimiento de su mandato constitucional, al conducir la política monetaria el Banco de México procura la estabilidad del poder adquisitivo de la moneda nacional. Asimismo, este Instituto Central busca lograr dicho mandato al menor costo posible para la sociedad en términos de actividad económica. En los últimos años se ha progresado significativamente en la creación de un entorno de inflación baja y estable en México. Así, después de haber convergido a la meta permanente de 3 por ciento e incluso ubicarse por debajo de la misma desde mayo del presente año, la inflación general experimentó descensos adicionales y registró nuevos mínimos históricos en el trimestre objeto de este Informe. A este comportamiento de la inflación contribuyeron la postura de la política monetaria, un crecimiento económico que ha sido menor al que se tenía previsto y los efectos directos e indirectos que sobre la misma han tenido las reducciones en los precios de los insumos de uso generalizado, tales como los energéticos, las materias primas y los servicios de telecomunicación. Varias de esas reducciones han resultado de la implementación de las reformas estructurales. Hacia adelante, se prevé que la inflación continúe ubicándose por debajo de 3 por ciento en lo que resta de 2015.

La evolución favorable de la inflación se ha dado en una coyuntura económica difícil. En el ámbito interno, la actividad económica continuó presentando un ritmo de crecimiento moderado, por lo que prevaleció un entorno de holgura en la economía y, en consecuencia, no se presentaron presiones sobre los precios por el lado de la demanda agregada. Por su parte, el ajuste en precios relativos asociado a la depreciación que ha experimentado la moneda nacional en respuesta a choques externos significativos, se ha reflejado principalmente en los precios de los bienes durables. En el ámbito externo, sigue la incertidumbre respecto al proceso de normalización de la política monetaria en Estados Unidos. Además, el crecimiento mundial permanece en niveles bajos y existe mayor preocupación respecto a la profundidad de la desaceleración de China, todo lo cual ha continuado afectando negativamente los precios de las mercancías básicas. Esto contribuyó a que la volatilidad en los mercados financieros internacionales continuara siendo elevada y la aversión al riesgo de los inversionistas se incrementara durante el trimestre de referencia. Lo anterior se reflejó en caídas en los precios de los activos financieros a nivel global, en especial de las divisas de economías emergentes y en los índices accionarios en todo el mundo. En nuestro caso, la cotización del peso frente al dólar absorbió la mayor parte del ajuste, al registrar una elevada volatilidad con una tendencia hacia la depreciación en el tercer trimestre, aun cuando en octubre esta se revirtió parcialmente. Ante todo ello, las expectativas de inflación continuaron bien ancladas, y el traspaso de la depreciación cambiaria a precios fue muy reducido. Teniendo en cuenta estos elementos, en el periodo que cubre este Informe la Junta de Gobierno mantuvo en 3 por ciento el objetivo para la Tasa de Interés Interbancaria a un día en virtud de que consideró que la postura de política monetaria era conducente a afianzar la convergencia de la inflación a la meta permanente de 3 por ciento.

Durante el tercer trimestre de 2015, la economía mexicana continuó creciendo, pero a un ritmo moderado. En particular, la demanda externa mantuvo un débil

desempeño. En cuanto al gasto interno, la inversión mostró al inicio de este periodo un menor dinamismo que en el segundo trimestre. Sin embargo, los indicadores del consumo privado exhibieron una tasa de expansión mayor que en el trimestre anterior. En este contexto, persistieron condiciones de holgura en la economía, por lo que no se percibieron presiones sobre los precios en los principales mercados de insumos, ni sobre las cuentas externas.

La actividad económica global ha continuado debilitándose. La modesta recuperación de las economías avanzadas y la persistente desaceleración en las emergentes, se ha visto retroalimentada a través del menor dinamismo del comercio internacional y de los mercados financieros. Ante ello, se ha observado una reducción en las perspectivas de crecimiento y una intensificación de los riesgos a la baja. Entre estos riesgos, destaca la posibilidad de que un ajuste desordenado en la economía de China pueda tener mayores efectos sobre la economía global. También ha sido motivo de preocupación la recesión en Brasil con tasas de inflación extremadamente altas en medio de una crisis política, y los problemas por los que atraviesa Turquía. Es pertinente señalar que la desaceleración de las economías emergentes no responde únicamente a factores idiosincrásicos, sino que también refleja el daño de un periodo tan largo con un crecimiento por debajo de su potencial en la mayoría de las economías avanzadas.

En este entorno, se observó una elevada volatilidad en los mercados financieros internacionales. El posible impacto de un menor crecimiento global, en particular de las economías emergentes, sobre las perspectivas de crecimiento e inflación de las economías avanzadas, generó una mayor incertidumbre sobre el rumbo de sus posibles acciones de política económica. En particular, resalta que los participantes en los mercados anticipan un retraso en el proceso de normalización de la política monetaria en Estados Unidos y un mayor relajamiento en otras economías avanzadas. Por su parte, la latente preocupación sobre las perspectivas de crecimiento de la economía China y las dudas sobre los efectos de su política económica también contribuyeron a este ambiente de elevada inestabilidad, que afectó negativamente los precios de las mercancías básicas. En respuesta, durante el trimestre que se reporta se observaron caídas en los precios de los activos financieros a nivel global, en especial de las divisas de economías emergentes y de algunas economías avanzadas exportadoras de materias primas, así como en los índices accionarios de la mayoría de los países. Inclusive, los bancos centrales de algunas economías emergentes elevaron su tasa de interés de referencia debido a un repunte en la inflación explicado en algunos casos por la depreciación de sus monedas en un contexto de vulnerabilidad macroeconómica. Sin embargo, se espera que las condiciones monetarias a nivel global permanezcan extraordinariamente acomodaticias en el futuro previsible.

Ante el complicado panorama global, los mercados financieros nacionales se vieron afectados. Así, el peso se depreció frente al dólar, mientras que las tasas de interés de los bonos gubernamentales mostraron disminuciones en sus diferentes plazos, si bien también con cierta volatilidad. En este sentido y dado que no se pueden descartar episodios adicionales de turbulencia en los mercados internacionales, es fundamental conservar un marco macroeconómico sólido en nuestro país para mantener la confianza en la economía de México, de tal forma que el componente de riesgo país en las tasas de interés permanezca en niveles bajos, lo cual será crucial ante un entorno externo con condiciones financieras más astringentes.

Se prevé que en lo que resta de 2015 la economía mexicana continúe mostrando un dinamismo moderado, dadas las expectativas de un bajo crecimiento de la actividad industrial de Estados Unidos, una modesta expansión de la demanda interna y que los efectos de las reformas estructurales se reflejarán en una mayor competitividad sólo de manera gradual. En específico, se anticipa que el PIB de México en 2015 crezca entre 1.9 y 2.4 por ciento, intervalo que se acota respecto al de 1.7 a 2.5 por ciento en el Informe previo, reflejando la mayor información con la que se cuenta respecto al desempeño de la economía en el presente año. Para 2016, se continúa anticipando una recuperación de la actividad económica ante la mejoría prevista de la producción industrial estadounidense para ese año de manera que el intervalo de pronóstico para la tasa de crecimiento del PIB de México se mantiene sin cambio respecto al Informe anterior entre 2.5 y 3.5 por ciento. Para 2017, se anticipa una mejoría más notoria en el sector industrial de Estados Unidos y un mayor impulso a la actividad económica derivado de la implementación de las reformas estructurales en el país. De esta manera, se prevé una expansión del PIB de entre 3.0 y 4.0 por ciento. A la luz de lo anterior, se espera que prevalezcan condiciones de holgura en la economía en los años venideros, si bien disminuyendo paulatinamente.

Por lo que se refiere a la inflación, se espera que la holgura que presenta la economía y la ausencia de presiones sobre los precios por el lado de la demanda agregada continúen siendo factores que contribuyan a su buen desempeño. En particular, se prevé que las inflaciones general y subyacente anuales se ubiquen por debajo de 3 por ciento en lo que resta de 2015. Para 2016 se anticipa que ambas observarán un incremento, ubicándose en niveles cercanos a 3 por ciento, como reflejo del desvanecimiento del efecto de choques de oferta favorables que tuvieron lugar en 2015 y del impacto de la depreciación del tipo de cambio en los precios de algunos bienes, mas no de un deterioro generalizado de la dinámica de formación de precios. No obstante, para 2017, se anticipa que se desvanezcan estos efectos y que las inflaciones general y subyacente registren una moderada tendencia a la baja, ubicándose más cerca de 3 por ciento a finales del año.

La Junta de Gobierno se mantendrá atenta a la evolución de todos los determinantes de la inflación y sus expectativas para horizontes de mediano y largo plazo, en particular a la postura monetaria relativa entre México y Estados Unidos, al traspaso de movimientos del tipo de cambio a los precios del consumidor, así como a la evolución del grado de holgura en la economía. Esto con el fin de estar en posibilidad de tomar las medidas necesarias con toda flexibilidad y en el momento en que las condiciones lo requieran, para consolidar la convergencia de la inflación al objetivo de 3 por ciento.

2. Evolución Reciente de la Inflación

2.1. La Inflación en el Tercer Trimestre de 2015

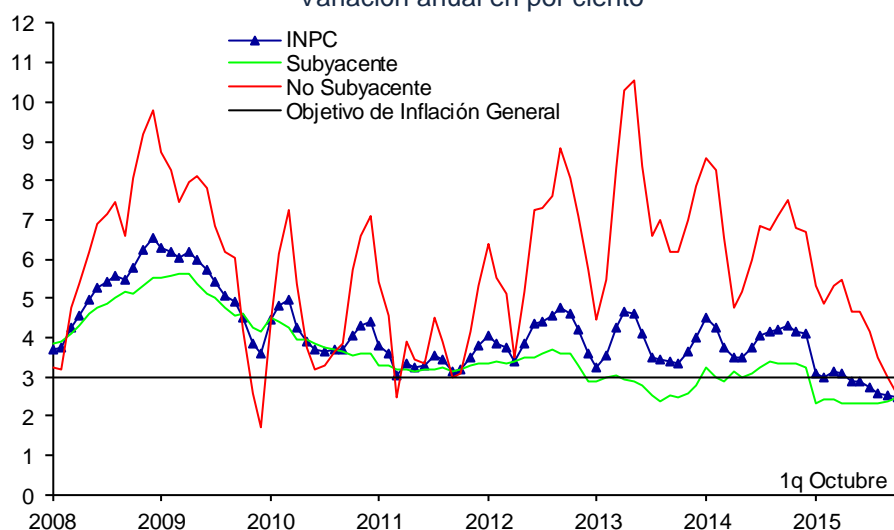
En el tercer trimestre de 2015, la inflación general anual exhibió descensos adicionales a los observados en el trimestre previo, ubicándose por debajo del objetivo de 3 por ciento y alcanzando nuevos mínimos históricos. Al comportamiento favorable de la inflación han contribuido la postura de política monetaria, que ha sido conducente a lograr el objetivo de 3 por ciento de manera eficiente, la holgura prevaleciente en la economía y las reducciones en los precios de insumos de uso generalizado, tales como los energéticos, algunas materias primas y los servicios de telecomunicación. La caída en algunos precios de servicios de telecomunicación y de energía, están asociados a las reformas estructurales. Estas reducciones han influido directamente en la evolución reciente de la inflación vía menores incrementos en los precios al consumidor, e indirectamente, al contribuir a menores costos para las empresas. En este contexto, el efecto de la depreciación cambiaria sobre los precios ha sido limitado, reflejándose principalmente en las mercancías durables, las cuales han continuado aumentando pausadamente, sin que hasta el momento exista evidencia de efectos de segundo orden en el proceso de formación de precios de la economía. A la fecha, el cambio de precios relativos producto de la depreciación del tipo de cambio real ha ocurrido de manera ordenada y gradual (Cuadro 5y Gráfica 88).

Cuadro 5
Índice Nacional de Precios al Consumidor, Principales Componentes e Indicadores de Media Truncada
Variación anual en por ciento

	2014				2015			
	I	II	III	IV	I	II	III	1q Octubre
INPC	4.16	3.59	4.15	4.18	3.07	2.94	2.61	2.47
Subyacente	3.03	3.07	3.32	3.30	2.39	2.32	2.33	2.46
Mercancías	2.91	3.10	3.46	3.57	2.56	2.52	2.46	2.71
Alimentos, Bebidas y Tabaco	4.65	4.81	5.32	5.35	3.15	2.56	2.20	2.32
Mercancías No Alimenticias	1.51	1.72	1.96	2.13	2.07	2.49	2.67	3.04
Servicios	3.14	3.04	3.21	3.08	2.26	2.15	2.22	2.24
Vivienda	2.24	2.20	2.11	2.14	2.10	2.09	2.06	1.98
Educación (Colegiaturas)	4.36	4.42	4.29	4.30	4.36	4.35	4.37	4.28
Otros Servicios	3.73	3.54	4.06	3.72	1.80	1.57	1.75	1.90
No Subyacente	7.79	5.29	6.89	6.99	5.17	4.92	3.53	2.52
Agropecuarios	4.33	0.94	6.53	8.04	8.39	8.34	5.33	3.83
Frutas y Verduras	4.54	-6.86	1.48	-0.73	-1.39	7.43	7.91	6.78
Pecuarios	4.12	5.49	9.33	13.43	14.15	8.81	4.00	2.30
Energéticos y Tarifas Aut. por Gobierno	9.99	8.09	7.11	6.35	3.30	2.87	2.42	1.72
Energéticos	9.87	8.92	7.92	7.12	3.82	3.21	2.43	1.07
Tarifas Autorizadas por Gobierno	10.23	6.64	5.71	4.93	2.32	2.26	2.39	2.91
Indicador de Media Truncada ^{1/}								
INPC	3.64	3.63	3.75	3.83	3.13	2.86	2.67	2.51
Subyacente	2.92	3.05	3.15	3.21	2.83	2.76	2.73	2.76

^{1/} Elaboración propia con información del INEGI.
Fuente: Banco de México e INEGI.

Gráfica 88
Índice Nacional de Precios al Consumidor
 Variación anual en por ciento

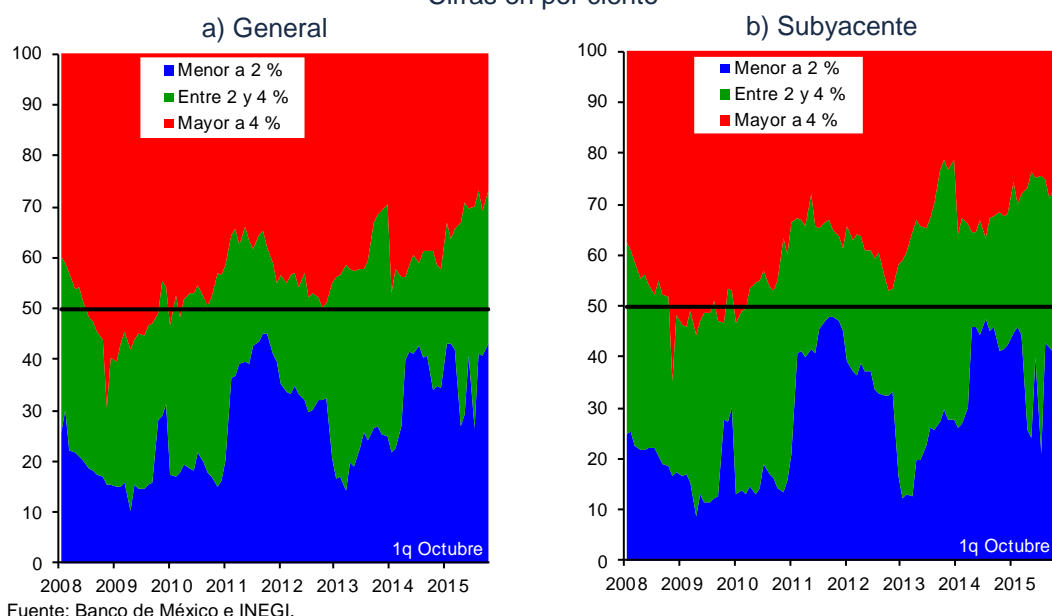


Fuente: Banco de México e INEGI.

Entre el segundo y el tercer trimestre de 2015 la inflación general anual disminuyó de un promedio de 2.94 a 2.61 por ciento, alcanzando 2.47 por ciento en la primera quincena de octubre. Por su parte, la inflación subyacente anual promedio se mantuvo estable en los trimestres mencionados al registrar niveles de 2.32 y 2.33 por ciento, respectivamente mientras que en la primera quincena de octubre se situó en 2.46 por ciento. En los trimestres señalados, la tasa de variación anual promedio del componente no subyacente disminuyó de 4.92 a 3.53 por ciento, ubicándose en 2.52 por ciento en la primera quincena de octubre. Cabe destacar que desde septiembre tanto la inflación general, como la subyacente y no subyacente se ubicaron por primera vez por debajo de 3 por ciento.

La trayectoria a la baja de la inflación general anual no se debe sólo a menores incrementos de precios en un número pequeño de bienes y servicios, sino a la evolución favorable que ha seguido la gran mayoría de ellos. Así lo evidencia la estabilidad de distintas medidas de tendencia de estos indicadores. Un primer indicador se obtiene de calcular la proporción de la canasta del Índice Nacional de Precios al Consumidor (INPC) que presenta variaciones anuales de precios dentro de ciertos intervalos. Para ello, cada mes se conforman grupos de genéricos que componen la canasta tanto del índice general como del subyacente en tres categorías conforme a la variación anual de sus precios. Específicamente, se definen tres grupos: i) genéricos con variación anual en sus precios menor a 2 por ciento; ii) entre 2 y 4 por ciento; y iii) mayor a 4 por ciento. Al llevar a cabo el cálculo del porcentaje de cada canasta en los intervalos referidos, se encuentra que un alto porcentaje muestra aumentos de precio menores a 4 por ciento (áreas azul y verde, Gráfica 89). En particular, la proporción de la canasta de bienes y servicios del INPC con incrementos de precios menores a 4 por ciento fue en promedio cercana a 70 por ciento en el tercer trimestre de 2015, cifra comparable a la del trimestre previo (Gráfica 89a). En cuanto al componente subyacente, la proporción con incrementos menores al 4 por ciento fue de alrededor de 75 por ciento en ambos trimestres (Gráfica 89b).

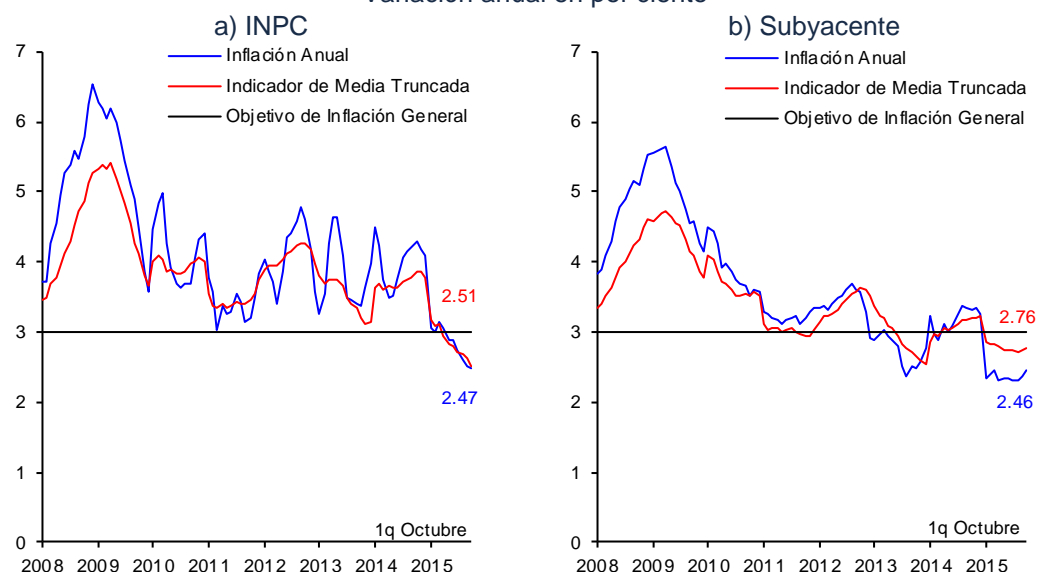
Gráfica 89
Porcentaje de la Canasta del INPC según Intervalos de Incremento Anual
 Cifras en por ciento



Una de las medidas que se ha utilizado en Informes previos para analizar la trayectoria de la inflación en el mediano plazo es el Indicador de Media Truncada. Este indicador proporciona información de la evolución de la inflación general y subyacente en la baja frecuencia, sin tomar en cuenta las variaciones extremas en los precios, tanto al alza como a la baja, en cada periodo. Por esta razón, este indicador no suele verse afectado por cambios en precios relativos que tienen un efecto transitorio sobre la inflación. La evolución reciente de este indicador, tanto para la inflación general como para la subyacente, muestra que la menor inflación observada en el trimestre de referencia ha sido resultado de una disminución generalizada en el ritmo de crecimiento de los precios (Gráfica 90 y Cuadro 5). En particular, en la primera quincena de octubre de 2015, estos indicadores se ubicaron en 2.51 y 2.76 por ciento, respectivamente.

Otro indicador que ofrece información sobre la dinámica de precios es la inflación mensual (ajustada por estacionalidad) anualizada. Este indicador, estimado tanto para la inflación general como para la subyacente, se mantiene en niveles bajos, alrededor de 3 por ciento. Sin embargo, hacia el final del periodo que cubre este Informe ambas mediciones muestran un aumento (Gráfica 91). En el caso de la inflación general, este incremento se explica parcialmente por una mayor inflación no subyacente mensual (ajustada por estacionalidad), debido a incrementos observados recientemente en los precios del transporte público en algunas ciudades. Al respecto, conviene señalar que el componente no subyacente suele mostrar una elevada volatilidad y hasta el momento no presenta una tendencia creciente. En el caso de la inflación subyacente, el incremento en el indicador referido ha sido más moderado, si bien con una ligera tendencia al alza como reflejo del cambio en los precios relativos de las mercancías frente a los de los servicios, inducido principalmente por la depreciación cambiaria.

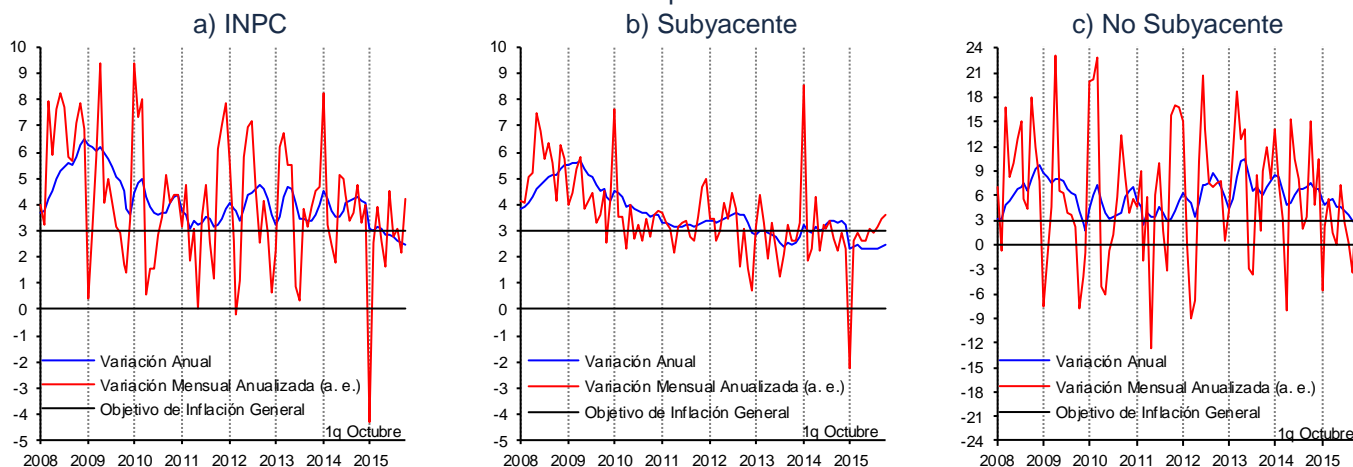
Gráfica 90
Índices de Precios e Indicadores de Media Truncada ^{1/}
 Variación anual en por ciento



1/ 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 por ciento de la canasta del índice de precios, respectivamente; y iii) con los genéricos restantes, que por construcción se ubican en el centro de la distribución, se calcula el Indicador de Media Truncada.

Fuente: Elaboración propia con información de Banco de México e INEGI.

Gráfica 91
Variación Anual y Variación Mensual Desestacionalizada Anualizada
 Cifras en por ciento



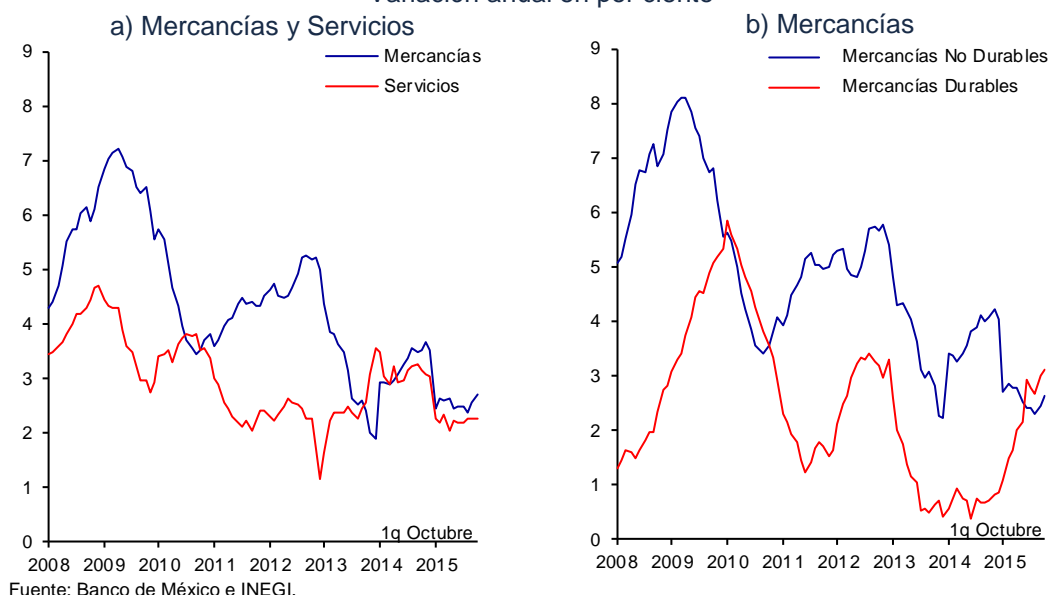
a. e. / Cifras ajustadas estacionalmente.

Fuente: Desestacionalización propia con información de Banco de México e INEGI.

El referido ajuste en precios relativos ha implicado aumentos en la tasa de crecimiento anual de los precios de las mercancías, principalmente en aquellos de las durables, mientras que los precios de los servicios se han caracterizado por registrar tasas de variación anual bajas y estables (Gráfica 92 y Cuadro 5).

- El subíndice de precios de las mercancías disminuyó su variación anual promedio de 2.52 por ciento en el segundo trimestre de 2015 a 2.46 por ciento en el trimestre de referencia, situándose en 2.71 por ciento en la primera quincena de octubre. Por una parte, las variaciones anuales promedio de los precios del grupo de las mercancías no alimenticias se incrementaron de 2.49 a 2.67 por ciento entre los trimestres referidos y en 3.04 por ciento en la primera quincena de octubre. En particular, la variación anual promedio de los precios de los bienes durables, subconjunto de las mercancías no alimenticias, pasó de 2.36 a 2.81 por ciento del segundo al tercer trimestre del año y se ubicó en 3.11 por ciento en la primera quincena de octubre (Gráfica 92b). Por consiguiente, si bien dichas variaciones se siguen ubicando en niveles bajos, ha sido principalmente en este rubro donde se han manifestado los efectos de la depreciación de la moneda nacional. Por otra parte, luego de haber desacelerado su ritmo de crecimiento al registrar variaciones anuales promedio en sus precios de 2.56 y 2.20 por ciento en los trimestres referidos, algunas mercancías alimenticias también presentaron ligeros incrementos en las tasas de variación anual de sus precios hacia finales del trimestre y en octubre, con lo que su tasa de crecimiento anual se ubicó en 2.32 por ciento en la primera quincena de octubre (Gráfica 92).
- Las variaciones anuales promedio del subíndice de precios de los servicios siguen estables en niveles bajos, reportando lecturas de 2.15 por ciento en el segundo trimestre de 2015 y 2.22 por ciento en el trimestre siguiente. En la primera quincena de octubre, la variación anual de los precios de los servicios fue 2.24 por ciento. Las reducciones en los precios de los servicios de telecomunicación, así como incrementos moderados en los precios de la mayoría de los servicios han contribuido a mantener esta dinámica de precios moderada (Gráfica 92a y Cuadro 5).

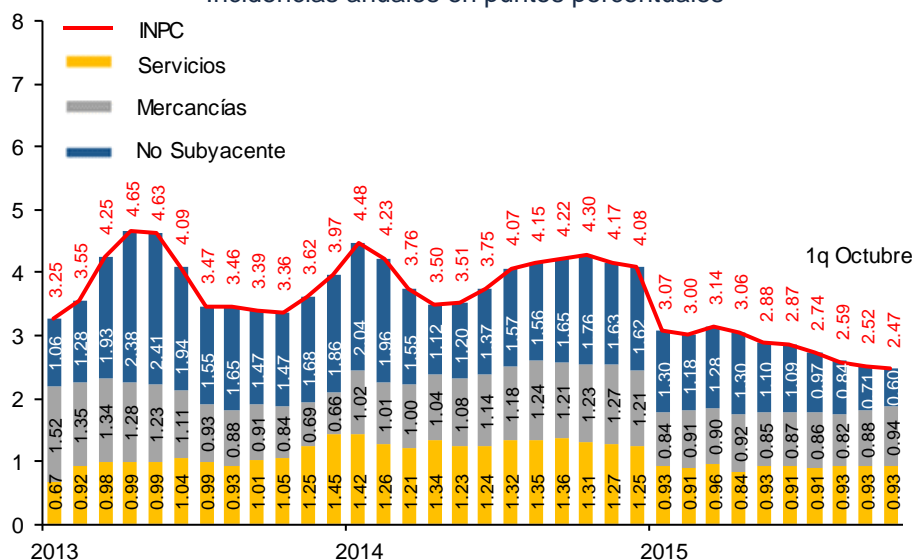
Gráfica 92
Índice de Precios Subyacente
 Variación anual en por ciento



El índice de precios no subyacente continuó desacelerando su tasa de crecimiento anual promedio (Gráfica 93 y Cuadro 5).

- Los precios de los productos agropecuarios redujeron su crecimiento anual promedio entre el segundo y el tercer trimestre de 2015 al pasar de 8.34 a 5.33 por ciento y posteriormente situarse en 3.83 por ciento en la primera quincena de octubre. Este resultado se debió principalmente a la menor tasa de crecimiento anual promedio de los precios de los productos pecuarios, la cual disminuyó de 8.81 a 4 por ciento entre dichos trimestres (2.30 por ciento en la primera quincena de octubre), en tanto que la tasa de variación anual promedio del subíndice de precios de las frutas y verduras aumentó de 7.43 a 7.91 por ciento en el mismo periodo para luego disminuir a 6.78 por ciento en la primera quincena de octubre.

Gráfica 93
Índice Nacional de Precios al Consumidor
 Incidencias anuales en puntos porcentuales ^{1/}



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

Fuente: Elaboración propia con información del INEGI.

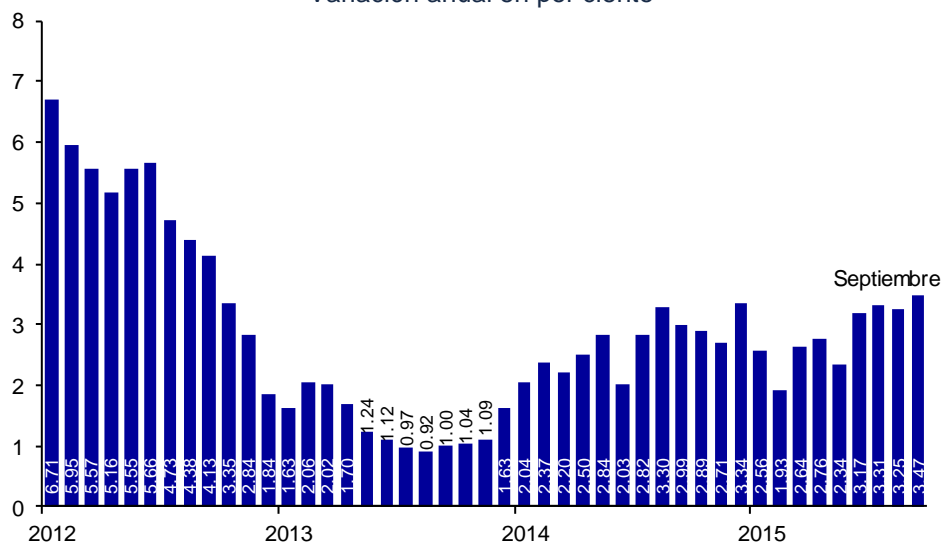
- Las variaciones anuales promedio del subíndice de precios de energéticos y tarifas autorizadas por distintos niveles de gobierno disminuyeron de 2.87 por ciento en el segundo trimestre de 2015 a 2.42 por ciento en el tercer trimestre y se situaron en 1.72 por ciento en la primera quincena de octubre. El grupo de los energéticos redujo el crecimiento anual promedio de sus precios de 3.21 a 2.43 por ciento en los trimestres mencionados y posteriormente alcanzó un nivel de 1.07 por ciento en la primera quincena de octubre, destacando las bajas en las tarifas de electricidad, las cuales pasaron de -2.09 a -3.08 por ciento entre el segundo y el tercer trimestre de 2015. Cabe destacar que los avances en la implementación de la reforma energética han contribuido favorablemente a la dinámica de estas tarifas al promover la adopción de tecnologías que usan combustibles más baratos y menos contaminantes. Adicionalmente, la tasa de variación anual promedio de los precios de las gasolinas disminuyó de 5.09 a 3.98 por ciento en los trimestres referidos, mientras que la del gas doméstico pasó de 3.51 a 3.33 por ciento. Por su parte, el grupo de las tarifas autorizadas por distintos niveles de gobierno registró variaciones anuales promedio de 2.26 y 2.39 por ciento en las fechas señaladas y 2.91 por ciento en la primera quincena de octubre, este último incremento es atribuible al aumento en las tarifas del transporte público en algunas ciudades.

2.2. Índice Nacional de Precios al Productor

El Índice Nacional de Precios al Productor (INPP) de producción total, excluyendo petróleo, registró una tasa de variación anual promedio de 3.34 por ciento en el tercer trimestre de 2015, mientras que en el trimestre previo fue 2.76 por ciento. En septiembre, la tasa de variación anual de este índice se ubicó en 3.47 por ciento

(Gráfica 94). Este incremento fue producto, principalmente, del aumento de los precios expresados en pesos de algunas mercancías de exportación, entre las que se encuentran computadoras, aparatos electrónicos, camiones y automóviles, lo cual se reflejó en el índice de mercancías y servicios finales. Por su parte, los bienes y servicios de uso intermedio registraron tasas de variación anual en sus precios inferiores a las de los precios de las mercancías y servicios finales, sobresaliendo las de las tarifas de electricidad industriales y comerciales, y las de los productos derivados de petróleo.

Gráfica 94
Índice Nacional de Precios al Productor ^{1/}
 Variación anual en por ciento



^{1/} Índice Nacional de Precios al Productor Total, excluyendo petróleo.
 Fuente: Banco de México e INEGI.

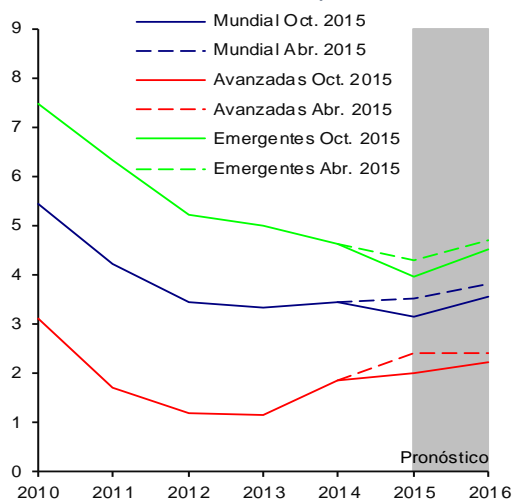
3. Entorno Económico y Financiero Prevaliente en el Tercer Trimestre de 2015

3.1. Condiciones Externas

El entorno internacional se ha caracterizado por una continua debilidad en la actividad económica, lo que se ha reflejado en una disminución del volumen de comercio internacional (Gráfica 95). La gradual recuperación de las economías avanzadas fue menor a la esperada, a la vez que se intensificó la desaceleración de las economías emergentes. Destaca el caso de China que, además de tener importantes vulnerabilidades en su sistema financiero, enfrenta retos significativos para rebalancear y hacer más sostenibles sus fuentes de crecimiento. Además, los precios de las mercancías básicas siguen en niveles extremadamente bajos. De esta forma, los riesgos a la baja para las perspectivas del crecimiento global han aumentado. Todo lo anterior ha contribuido a una mayor volatilidad en los mercados financieros internacionales, en particular en los tipos de cambio frente al dólar de divisas de países exportadores de materias primas, a lo cual se le ha sumado la incertidumbre sobre la normalización de la política monetaria en Estados Unidos. Así, el escenario externo se ha complicado sustancialmente.

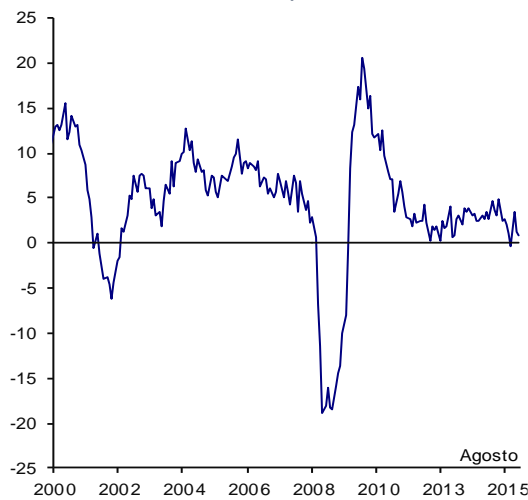
Gráfica 95
Actividad Económica Mundial

a) Pronóstico de Crecimiento del PIB Mundial
Variación anual en por ciento



Fuente: Fondo Monetario Internacional, World Economic Outlook Abril y Octubre 2015.

b) Volumen de Comercio Mundial
Variación anual en por ciento, a. e.



a. e. / Cifras con ajuste estacional.
Fuente: CPB Netherlands.

3.1.1. Actividad Económica Mundial

En Estados Unidos, la economía tuvo un crecimiento moderado durante el tercer trimestre. El PIB creció 1.5 por ciento a una tasa trimestral anualizada, comparada con 3.9 por ciento en el trimestre previo.²⁶ A esto contribuyó principalmente una continua solidez de la demanda interna, la cual contrarrestó la fuerte desacumulación de inventarios, los cuales tuvieron una contribución negativa al

²⁶ De acuerdo a la estimación de avance de la Oficina de Análisis Económico (BEA, por sus siglas en inglés) del gobierno de Estados Unidos.

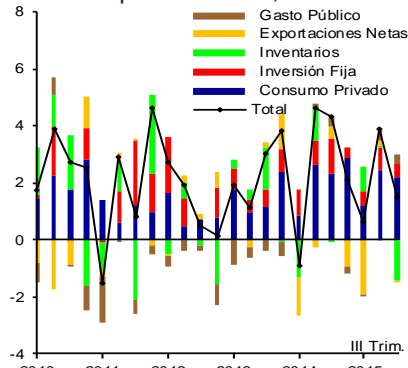
producto de 1.4 puntos porcentuales (Gráfica 96a). En particular, el consumo privado mantuvo una expansión sólida, a una tasa trimestral anualizada de 3.2 por ciento, apoyado por la elevada confianza del consumidor, un mayor aumento del ingreso personal disponible y un nivel extremadamente bajo de tasas de interés que ha estimulado el gasto de las familias y la inversión residencial. Adicionalmente, el desempeño favorable de los inicios de casas y la recuperación del gasto empresarial en equipo se reflejaron en un aumento modesto de la inversión fija. Por último, las exportaciones netas tuvieron una ligera contribución negativa a la expansión del producto.

Por otro lado, la producción industrial siguió exhibiendo un crecimiento débil, reflejando los efectos de la apreciación generalizada del dólar y una menor demanda global, la caída en la exploración y producción petrolera, y el elevado nivel de inventarios. En efecto, después de una contracción de 2.4 por ciento a tasa trimestral anualizada en el segundo trimestre, la producción industrial aumentó sólo 1.8 por ciento en el tercero. Dicha cifra reflejó, en parte, una recuperación moderada de las manufacturas, explicada, a su vez, por un mayor dinamismo del sector automotriz (Gráfica 96b).

En este contexto, el mercado laboral continuó mejorando durante el tercer trimestre, aunque a un ritmo más moderado que en el trimestre previo. Así, la nómina no agrícola se expandió en promedio 167 mil plazas al mes, por debajo de las 231 mil del trimestre anterior. Al mismo tiempo, la tasa de desempleo descendió de 5.3 por ciento en junio a 5.1 por ciento en septiembre, nivel cercano al considerado de largo plazo por la Reserva Federal. No obstante, otros indicadores del mercado laboral, tales como la tasa de participación laboral y el porcentaje de empleados de tiempo parcial por razones económicas, continúan sugiriendo cierta holgura en dicho mercado. A esto se añade la ausencia de presiones salariales significativas, lo que ha intensificado el debate en torno a la fortaleza del vínculo entre la tasa de desempleo y la inflación, y ha complicado la interpretación de las señales que se desprenden de los diferentes indicadores del mercado laboral respecto a la evolución futura de la inflación (Gráfica 96c).

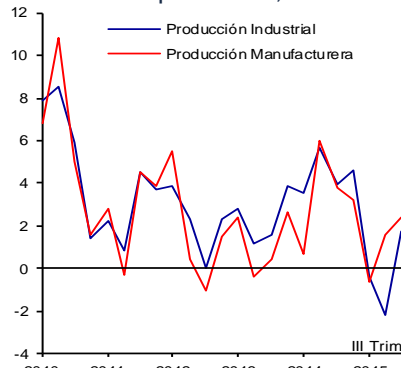
Gráfica 96
Actividad Económica en Estados Unidos

a) PIB Real y Componentes
Variación trimestral anualizada en por ciento y contribuciones en puntos porcentuales, a. e.



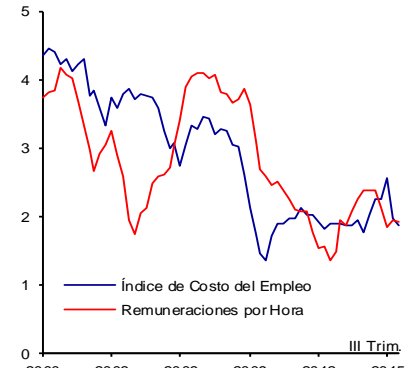
a. e. / Cifras con ajuste estacional.
Fuente: BEA.

b) Producción Industrial y Manufacturera
Variación trimestral anualizada en por ciento, a. e.



a. e. / Cifras con ajuste estacional.
Fuente: Reserva Federal.

c) Indicadores Salariales
Variación anual en por ciento

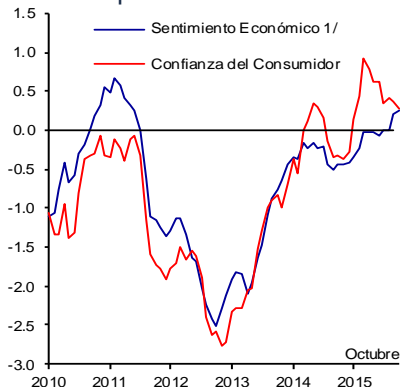


Fuente: BLS, Haver Analytics.

En la zona del euro, la recuperación económica ha continuado débil y a un ritmo menor al esperado, con mucha heterogeneidad entre sus países miembros. El consumo se mantiene como la principal fuente de expansión, apoyado por factores como la mejoría gradual en las condiciones del mercado laboral, en la confianza del consumidor y los bajos costos del financiamiento (Gráfica 97a). No obstante, la producción industrial se debilitó de julio a agosto (Gráfica 97b). Al respecto, la reciente apreciación del euro y la menor demanda externa proveniente de economías emergentes, en particular de China, están teniendo un impacto negativo sobre las exportaciones de la región (Gráfica 97c), por lo que el Banco Central Europeo (BCE) ha revisado a la baja sus proyecciones para el crecimiento del PIB para los próximos años.

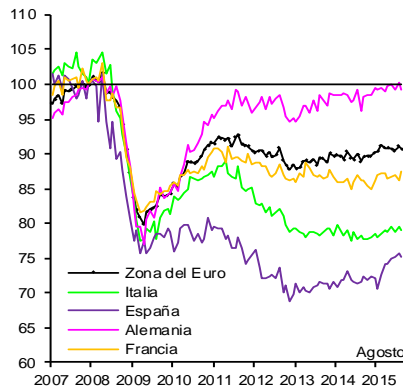
Gráfica 97
Actividad Económica en la Zona del Euro

a) Sentimiento Económico y Confianza del Consumidor
Cifras estandarizadas respecto al periodo 2000-2007



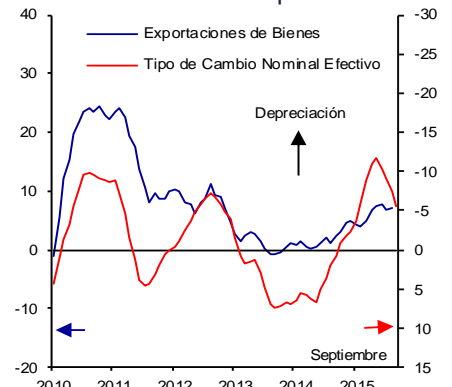
1/ Indicador compuesto, que resume cinco indicadores sectoriales de confianza: industria, servicios, ventas al menudeo, construcción y consumo.
Fuente: Haver Analytics.

b) Producción Industrial ^{1/}
Índice diciembre 2007=100, a. e.



a. e. / Cifras con ajuste estacional.
1/ Excluye la industria de la construcción.
Fuente: Eurostat.

c) Tipo de Cambio y Exportaciones de Bienes
Variación anual del promedio móvil de tres meses en por ciento



Fuente: Haver Analytics, BIS.

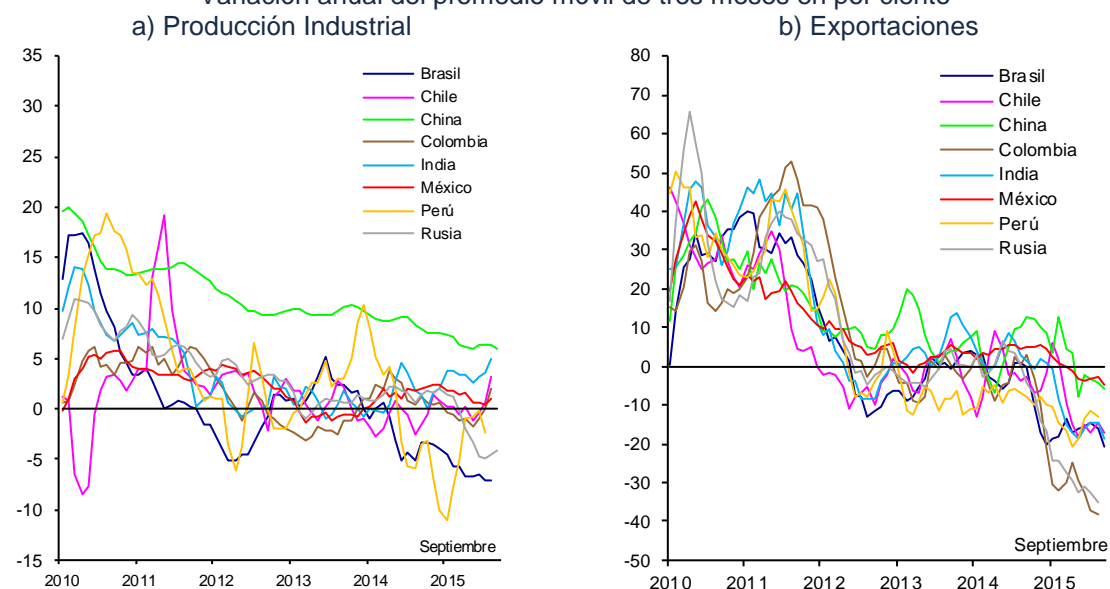
En Japón, la economía siguió mostrando debilidad en el tercer trimestre del año, después de una contracción de 1.2 por ciento a tasa trimestral anualizada en el segundo. En particular, el crecimiento del ingreso de los hogares y las elevadas ganancias corporativas no se han traducido en un mayor gasto del sector privado, sugiriendo cautela de los consumidores y las empresas. Por su parte, los pedidos de bienes de capital y las encuestas de negocios apuntan a que la inversión perdió dinamismo durante el trimestre. Finalmente, la menor demanda proveniente de China se reflejó en una disminución adicional de la producción industrial en el periodo que cubre este Informe.

La actividad en las economías emergentes ha continuado desacelerándose, como lo refleja el bajo crecimiento de su producción industrial y de sus exportaciones (Gráfica 98a y Gráfica 98b). Asimismo, las vulnerabilidades macroeconómicas de algunos países se han acentuado, particularmente en aquellas economías que no hicieron los ajustes de política económica necesarios durante los primeros años de esta década, ante la importante entrada de capitales derivada de las bajas tasas de interés a nivel global y los elevados precios de las materias primas. Esto exacerbó los desbalances internos y externos. Así, por un lado, la caída en los términos de intercambio de los exportadores de materias primas ha contribuido a un deterioro de sus balances externos y fiscales. Por otro lado, el apretamiento en las condiciones financieras ha provocado un empeoramiento en los balances de las empresas ante la acumulación significativa de deuda corporativa de los últimos años (Gráfica 98c). Entre los países más afectados por estos fenómenos se pueden mencionar Rusia, Brasil, Turquía e Indonesia. Adicionalmente, los riesgos a la baja para este grupo de economías se han intensificado, entre otras razones, debido a los retos que China enfrenta en su transformación hacia una economía basada principalmente en el consumo, en un contexto de elevados niveles de endeudamiento y exceso de capacidad en algunas industrias.

Profundizando en la evolución de China, el ritmo de expansión de su economía siguió moderándose a 6.9 por ciento en el tercer trimestre (Gráfica 98d). Si bien el sector de servicios y el consumo mantuvieron un crecimiento relativamente sólido, la inversión y la industria han continuado desacelerándose. Los estímulos fiscales y monetarios del gobierno, incluyendo incentivos para el gasto en infraestructura, han sido insuficientes para compensar el menor dinamismo de la construcción residencial y de la inversión del sector manufacturero. Esta mayor debilidad de la actividad industrial se reflejó en una reducción significativa en la demanda de productos primarios tales como el petróleo y los metales. Finalmente, la reforma al mecanismo de fijación del tipo de cambio ha generado incertidumbre sobre los efectos de los ajustes en la política económica de este país sobre la economía global.²⁷

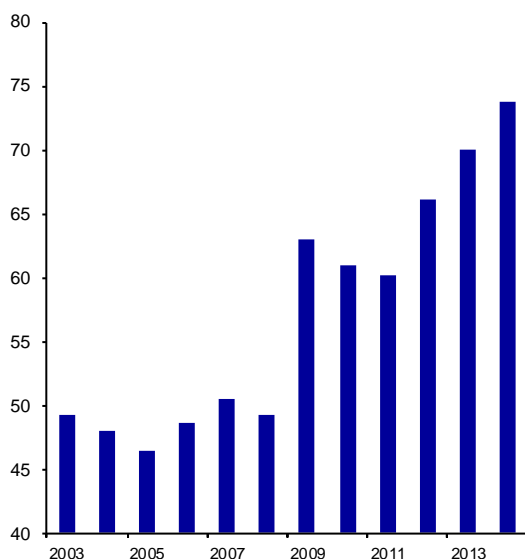
²⁷ El banco central de China anunció el 11 de agosto una modificación al mecanismo de determinación de su tipo de cambio de apertura sobre el cual se fija la banda de variación de 2 por ciento cada día. A partir de esa fecha, el tipo de cambio de apertura se refiere a la cotización de cierre en el mercado interbancario del día previo. En contraste, anteriormente dicho nivel era determinado por las autoridades. De acuerdo al banco central, esta modificación tiene el objetivo de acercarse cada vez más a un mecanismo de determinación del tipo de cambio basado en el mercado.

Gráfica 98
Indicadores Económicos de Economías Emergentes
 Variación anual del promedio móvil de tres meses en por ciento



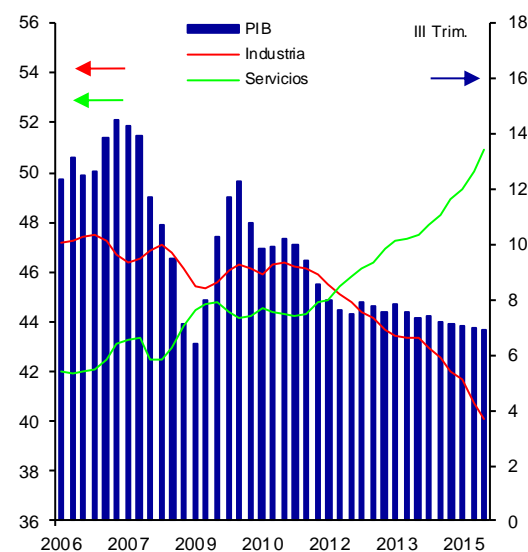
Fuente: Haver Analytics.

c) Deuda Corporativa
 En por ciento del PIB



Nota: La deuda incluye créditos bancarios y emisión de bonos.
 Fuente: Fondo Monetario Internacional, Global Financial Stability Report Octubre 2015.

d) China: PIB por Sectores
 Variación anual en por ciento y en por ciento del PIB



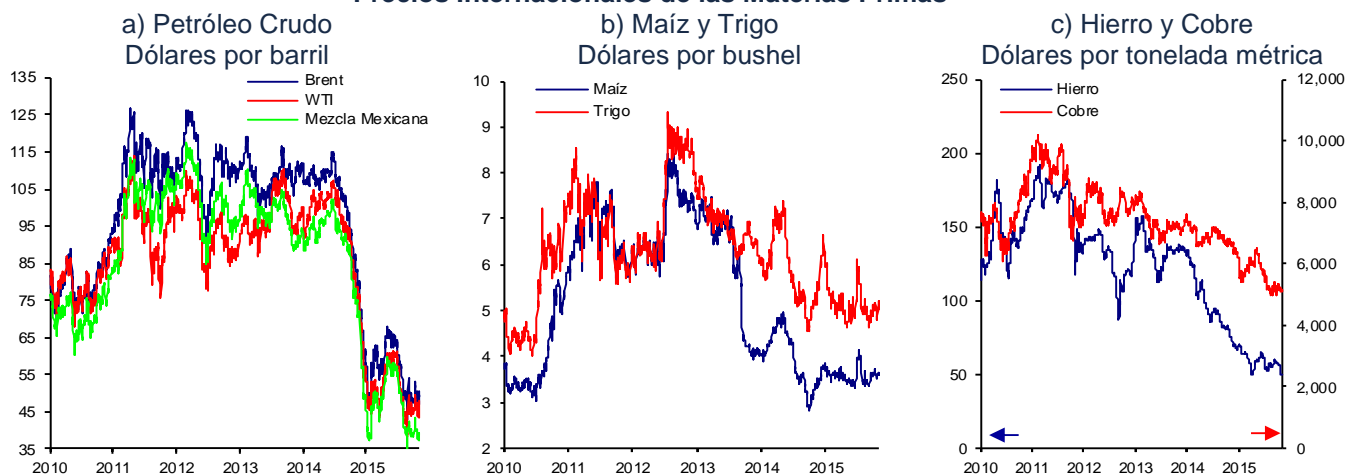
Fuente: Haver Analytics.

3.1.2. Precios de las Materias Primas

Los precios de las materias primas disminuyeron durante la mayor parte del tercer trimestre del año, debido principalmente a un exceso de oferta y a una menor demanda global, si bien mostraron cierta recuperación en octubre. Los precios del petróleo cayeron ante los elevados niveles de producción e inventarios, la

expectativa de un incremento en las exportaciones de Irán, Libia e Iraq, y preocupaciones en torno al debilitamiento de la demanda mundial. No obstante, los precios del crudo registraron un ligero repunte a principios de octubre ante crecientes tensiones en Medio Oriente (Gráfica 99a). Por otro lado, los precios de los granos se redujeron debido a las perspectivas favorables de producción para Estados Unidos y la expectativa de una menor demanda mundial (Gráfica 99b). Finalmente, los precios de los metales mantuvieron su tendencia a la baja, como resultado de aumentos sustanciales en la oferta de la mayoría de los metales y, como se señaló, de la desaceleración en la demanda proveniente de China (Gráfica 99c).

Gráfica 99
Precios Internacionales de las Materias Primas ^{1/}



1/ Mercado Spot.

Fuente: Bloomberg.

3.1.3. Tendencias de la Inflación en el Exterior

La inflación en las principales economías avanzadas se redujo durante el periodo que cubre este Informe debido, principalmente, a una caída adicional de los precios del petróleo y, en algunos casos, a la apreciación de sus monedas (Gráfica 100a). Al mismo tiempo, la convergencia más lenta de lo previsto de la inflación hacia las metas de mediano plazo se ha reflejado en una disminución en las expectativas de inflación, particularmente las derivadas de instrumentos financieros. Estos factores, en conjunto con una revisión a la baja en las perspectivas de crecimiento, pudieran contribuir a que los niveles de inflación se mantengan bajos por un periodo prolongado.

En Estados Unidos, la variación anual del deflactor del consumo se ha mantenido persistentemente en niveles cercanos a cero, ubicándose en 0.2 por ciento en septiembre, muy por debajo de la meta de inflación del 2.0 por ciento. La debilidad en este indicador se atribuye de manera importante a los bajos precios de la energía y a la apreciación generalizada del dólar. De hecho, la variación de su componente subyacente permaneció baja, en 1.3 por ciento a tasa anual en septiembre, precisamente por el efecto de la apreciación del dólar sobre los precios de las importaciones no energéticas.

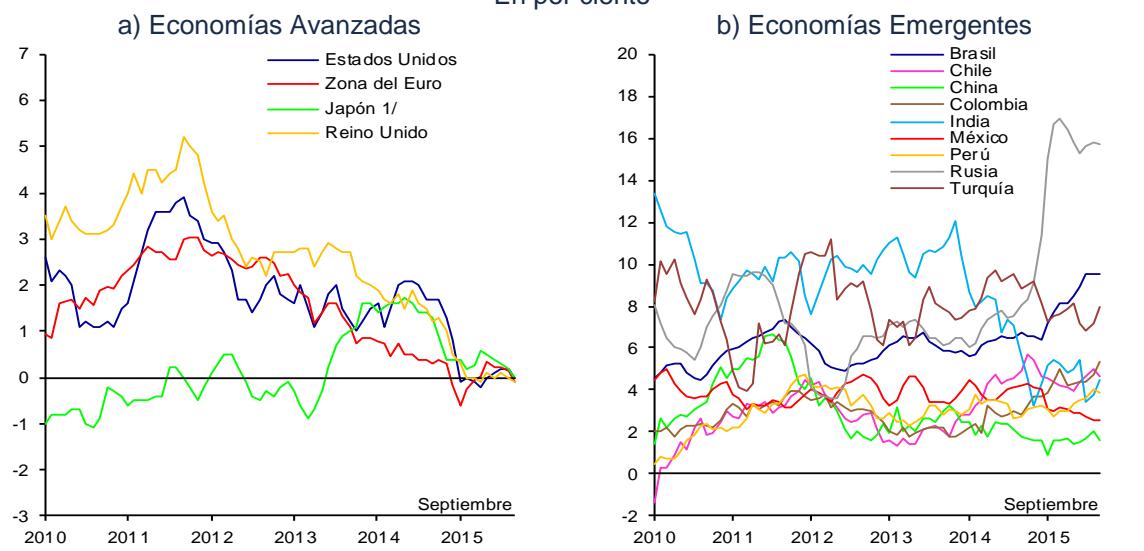
En la zona del euro, la inflación general regresó a terreno negativo al cierre del trimestre, principalmente por los bajos precios de la energía. Así, esta descendió de 0.2 por ciento en junio a -0.1 por ciento en septiembre. Por su parte, en el mismo

lapso el indicador subyacente aumentó ligeramente de 0.8 a 0.9 por ciento. En este entorno, el BCE continúa previendo que la inflación permanecerá baja en los próximos meses y que iniciará un aumento gradual a finales del año, atribuido al traspaso a precios de la depreciación pasada del euro y a la recuperación de la demanda interna. Sin embargo, el BCE estima que este repunte será más lento de lo previsto anteriormente, debido a la caída en los precios de los productos primarios, la reciente apreciación del euro, y a la revisión a la baja en las perspectivas de crecimiento de la zona.

La inflación en Japón también disminuyó durante el trimestre, al pasar de 0.4 por ciento en junio a 0.0 por ciento en septiembre. Ello como resultado de que la caída en los precios de la energía ha compensado el incremento en los precios, particularmente de los alimentos, derivado de la depreciación del yen.

Las economías emergentes continúan con un panorama inflacionario diferenciado, con la mayoría de los países registrando inflaciones bajas en un entorno de demandas interna y externa débiles. En contraste, en algunos países, como Brasil, Chile, Colombia y Perú, se han presentado inflaciones por encima del objetivo de sus respectivos bancos centrales, reflejando en parte la fuerte depreciación de sus monedas, en combinación con algunos desbalances macroeconómicos (Gráfica 100b). Adicionalmente, también se observó un incremento en las expectativas de inflación, lo que ha reducido los grados de libertad de la política monetaria en estos países. Por su parte, en el caso de México, a pesar de la depreciación del peso, no se ha registrado un incremento en la inflación y en sus expectativas (ver Recuadro 5).

Gráfica 100
Inflación General Anual en Economías Avanzadas y Emergentes
En por ciento



Recuadro 5 Traspaso de Variaciones en el Tipo de Cambio a Precios en Economías de Latinoamérica

1. Introducción

La incertidumbre sobre el inicio de la normalización de la política monetaria en Estados Unidos, junto con los problemas en los mercados financieros en China, la disminución en los precios de las materias primas a nivel mundial, en particular del petróleo, y su retroalimentación con un entorno global de bajo crecimiento han contribuido a elevar la volatilidad en los mercados financieros internacionales, presionando principalmente los tipos de cambio en economías emergentes. En efecto, las divisas de las principales economías emergentes han registrado una depreciación generalizada respecto al dólar estadounidense de 25 por ciento en promedio desde octubre de 2014.¹ En Latinoamérica dicha depreciación ha sido en promedio de alrededor de 30 por ciento.

En este contexto, a pesar de las importantes disminuciones observadas en los precios de las materias primas y del debilitamiento de la actividad económica, tanto la inflación general como la subyacente han venido aumentando en países como Brasil, Chile, Colombia y Perú. En la mayoría de estos países dichos indicadores se encuentran incluso por arriba de la cota superior de los intervalos de variabilidad definidos alrededor de sus respectivos objetivos de inflación. Al respecto, al menos parte del incremento en la inflación se ha atribuido al efecto de la depreciación cambiaria sobre los precios.

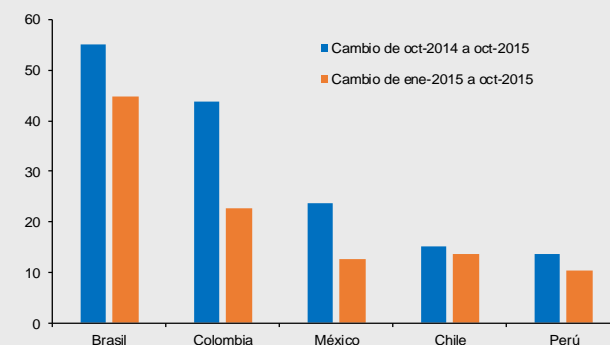
En este Recuadro se estima una medida de traspaso de variaciones en el tipo de cambio sobre los precios al consumidor para las principales economías de Latinoamérica con regímenes de objetivos de inflación: Brasil, Chile, Colombia, México y Perú. Se encuentra que para la economía mexicana el traspaso es bajo en comparación con el estimado para otros países.

2. Depreciación e inflación en la región

La depreciación observada en las divisas de las principales economías de Latinoamérica de octubre de 2014 a la fecha ha sido considerable, aunque no homogénea. En Brasil, dicha depreciación ha sido de 55 por ciento, en Chile de 15 por ciento, en Colombia de 44 por ciento y en Perú de 14 por ciento, mientras que en México de 24 por ciento (Gráfica 1).

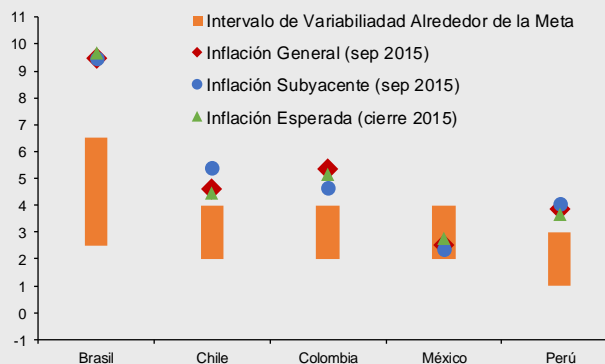
Ante la depreciación observada, en la mayoría de los casos, la inflación general y la subyacente han venido aumentando, incluso ubicándose, como se señaló, por arriba de las cotas máximas de los intervalos de variabilidad en torno a las metas de inflación correspondientes (Gráfica 2). Además del aumento observado en la inflación, cabe señalar que incluso las expectativas de inflación para el cierre de 2015 han aumentado en la mayoría de las economías analizadas.

Gráfica 1
Depreciación del Tipo de Cambio en Economías de Latinoamérica
Por ciento



Fuente: Bloomberg.

Gráfica 2
Metas de Inflación e Inflación Observada y Esperada
Por ciento



Nota: Datos al mes de septiembre de 2015.

Fuente: Banco central de cada país, INEGI y Haver Analytics.

De lo anterior es claro que, si bien la depreciación de las monedas ha sido generalizada en la región, el comportamiento de la inflación ha sido diferenciado. En el caso de México, la inflación ha mostrado una trayectoria descendente e incluso se ha ubicado en niveles mínimos históricos. Ello, a pesar de que la depreciación del peso mexicano ha sido incluso mayor que la registrada en otros países de la región.

Lo anterior sugiere que el comportamiento heterogéneo de la inflación en Latinoamérica no puede atribuirse

¹ Los países considerados son: Brasil, Chile, Colombia, Corea, India, Hungría, México, Perú, Polonia, República Checa, Rusia, Tailandia, y Turquía.

exclusivamente a diferencias en la magnitud del ajuste en el tipo de cambio observado en cada país, sino a otros factores, siendo uno de ellos el grado de traspaso del tipo de cambio a los precios. Tomando en consideración lo anterior, a continuación se presenta un ejercicio econométrico a partir del cual se estima una medida de traspaso de la depreciación cambiaria sobre los precios en cada país.

3. Estimación del traspaso de la depreciación cambiaria a precios

Siguiendo la metodología de Albagli et al. (2015), en esta sección se presenta una estimación del traspaso de los movimientos del tipo de cambio a los precios para Brasil, Chile, Colombia, México y Perú. Para ello, se estimó un modelo VAR para cada país. La periodicidad de los datos es mensual y la muestra comprende de enero de 2000 a junio de 2015. Las variables incluidas en el modelo son las que comúnmente se utilizan para analizar economías pequeñas y abiertas.² En el vector de variables endógenas se incluyen: un indicador de actividad económica, el tipo de cambio nominal respecto al dólar, el índice de precios al consumidor y la tasa de política monetaria. Se usa el orden de exogeneidad anterior para la descomposición de Choleski. Como variables exógenas se incluyen los primeros dos componentes principales de las siguientes variables: un índice de producción industrial mundial y uno de Estados Unidos, la tasa de fondos federales de los Estados Unidos, el precio del petróleo, los precios internacionales de los alimentos, y un índice de precios de exportaciones específico para cada país.

Como medida de traspaso se considera la respuesta acumulada en los primeros doce meses del índice de precios al consumidor ante un choque del 1 por ciento en el tipo de cambio nominal. Así, en el Cuadro 1 se presenta el impacto sobre la inflación anual medido en puntos base ante una depreciación del 1 por ciento de la moneda de cada uno los países analizados frente al dólar.

Cuadro 1
Efecto Acumulado en 12 Meses de una Depreciación de 1 por ciento Sobre la Inflación
Puntos base

País	Efecto
Brasil	26.8
Chile	17.5
Perú	9.4
Colombia	4.6
México	3.8

Fuente: Estimaciones elaboradas por Banco de México.

Como se puede observar, el nivel del traspaso de las variaciones de tipo de cambio a los precios es más alto en Brasil y considerablemente más bajo en México, lo que ayuda a explicar por qué la inflación se ha ubicado en niveles mínimos históricos en México en los últimos meses, a pesar de la depreciación significativa del tipo de cambio.³ Así, los resultados muestran que ante la magnitud de las depreciaciones que han sufrido estas monedas, los países con un mayor coeficiente de traspaso son los que han presentado mayores niveles de inflación recientemente.

4. Consideraciones Finales

La información presentada en este Recuadro muestra que en varios países de Latinoamérica, la depreciación cambiaria ha tenido un impacto significativo sobre la inflación. Adicionalmente, también se ha observado un incremento en las expectativas de inflación para el cierre de 2015 en algunos de estos países. Ante ello, los bancos centrales de varias de estas economías han llevado a cabo ajustes al alza en sus tasas de política monetaria.

En este contexto destaca el caso de México, cuya inflación ha permanecido por debajo del objetivo de 3 por ciento a pesar de la depreciación del tipo de cambio. Este comportamiento favorable de la inflación puede atribuirse, principalmente, al fortalecimiento del marco macroeconómico en la última década. Una política monetaria enfocada a la estabilidad de precios, junto con la disciplina fiscal, han contribuido a controlar el fenómeno inflacionario y crear un entorno de inflación baja y estable. Entre los logros estructurales que sobre el control de la inflación se han alcanzado y que el

² Todas las variables se expresan en diferencias logarítmicas excepto las tasas de política monetaria que se incorporan como la diferencia en puntos porcentuales.

³ Estos resultados van en línea con estimaciones previas del traspaso de las variaciones en el tipo de cambio sobre los precios. En el Capítulo Técnico del Informe sobre la Inflación Enero - Marzo 2011, se encontró que para el periodo de junio 2001 - diciembre 2010 la elasticidad de traspaso del tipo de cambio a precios era de 0.02 puntos porcentuales a un año del choque. Al actualizar dicho ejercicio en el Recuadro "Estimación del Efecto del Ajuste del Tipo de Cambio sobre la Inflación", publicado en el Informe sobre la Inflación Julio - Septiembre 2012, con información hasta agosto de 2012, se estimó una elasticidad de traspaso de 0.03 puntos porcentuales doce meses después del choque.

Instituto Central ha documentado en los últimos años destacan:

- i. La reducción en el nivel, volatilidad y persistencia de la inflación (Banco de México, 2010);
- ii. Un proceso de formación de precios que se asemeja a la manera en que se determinan los precios en economías con un largo historial de estabilidad de precios (Banco de México, 2011b, 2013b);
- iii. Un mayor anclaje de las expectativas de inflación (Banco de México, 2011c y 2013a); y,
- iv. Una reducción gradual en la compensación por inflación y prima por riesgo inflacionario (Banco de México, 2013c).

Todo lo anterior ha contribuido a la disminución del traspaso de fluctuaciones cambiarias a los precios, que a su vez ha permitido una evolución favorable de la inflación en los últimos meses a pesar de la depreciación observada. En adición a lo anterior, como se señala en este Informe, las condiciones de holgura prevaletentes en la economía y las reducciones en los precios de insumos de uso generalizado también han ayudado al desempeño favorable de la inflación en el presente año.

Referencias

Albagli E., A. Naudon y R. Vergara, (2015). "Inflation Dynamics in LATAM: A Comparison with Global Trends and Implications for Monetary Policy", Banco Central de Chile, Documentos de Política Económica N° 58.

Banco de México (2010), Capítulo Técnico "Cambio en el Sistema Nominal de la Economía a Principios de la Década de los 2000", Informe sobre la Inflación Octubre - Diciembre 2010.

Banco de México (2011a), Capítulo Técnico "Traspaso a Precios de Perturbaciones al Tipo de Cambio", Informe sobre la Inflación Enero - Marzo 2011.

Banco de México (2011b), Capítulo Técnico "Características del Proceso de Formación de Precios en México: Evidencia de Micro-Datos del INPC", Informe sobre la Inflación Octubre - Diciembre 2011.

Banco de México (2011c) Capítulo Técnico "Evolución de las Expectativas de Inflación en México", Informe sobre la Inflación Julio - Septiembre 2011.

Banco de México (2012) Recuadro 1 "Estimación del Efecto del Ajuste del Tipo de Cambio sobre la Inflación", Informe sobre la Inflación Julio - Septiembre 2012.

Banco de México (2013a) Recuadro 3 "Anclaje de las Expectativas de Inflación de Mediano y Largo Plazo ante Choques de Oferta Adversos", Informe sobre la Inflación Enero - Marzo 2013.

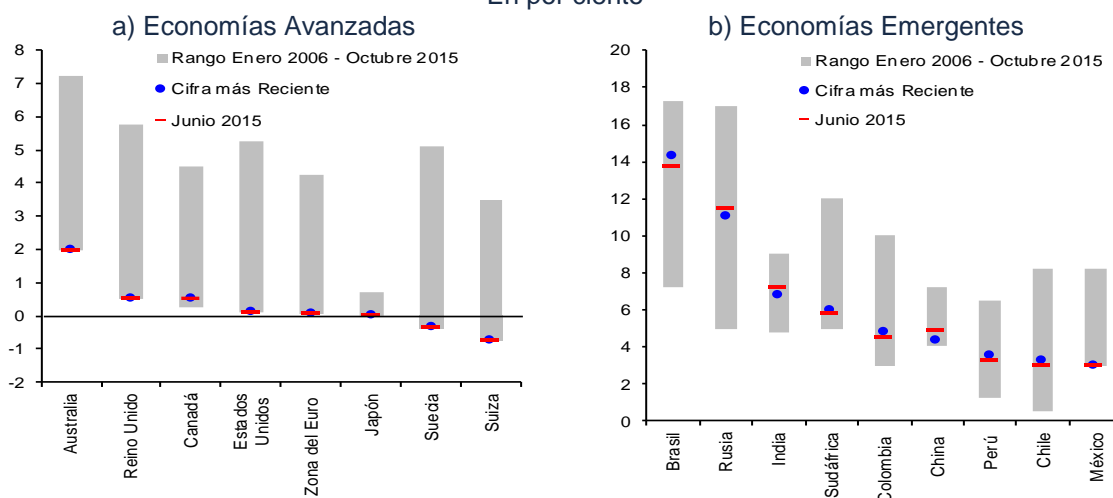
Banco de México (2013b) Recuadro 1 "Cambios en Precios Relativos y Convergencia de la Inflación al Objetivo de 3 Por Ciento", Informe sobre la Inflación Abril - Junio 2013.

Banco de México (2013c) Recuadro 1 "Descomposición de la Inflación y Riesgo Inflacionario", Informe Trimestral Octubre - Diciembre 2013.

3.1.4. Política Monetaria y Mercados Financieros Internacionales

En este entorno de bajo crecimiento y de menor inflación en las principales economías avanzadas, se anticipa que las condiciones monetarias altamente acomodaticias continúen por más tiempo y que incluso en algunos casos se amplíe el estímulo monetario (Gráfica 101a). Por su parte, algunas economías emergentes, que se han caracterizado por un mayor traspaso del tipo cambio a la inflación posiblemente debido a vulnerabilidades macroeconómicas, aumentaron sus tasas de interés de referencia a pesar del menor dinamismo económico (Gráfica 101b).

Gráfica 101
Tasas de Política Monetaria en Economías Avanzadas y Emergentes
 En por ciento



Fuente: Haver Analytics.

En su reunión de octubre, la Reserva Federal mantuvo sin cambio su tasa de referencia, pero señaló explícitamente que determinará en su próxima reunión si es o no apropiado aumentar el rango objetivo de la tasa de fondos federales. Dicha decisión dependerá de la evolución de la actividad económica, del mercado laboral y de la inflación, reafirmando que espera que el ritmo de normalización de su política monetaria será gradual. En su comunicado evaluó de una manera más favorable la fortaleza de la demanda interna y señaló que el mercado laboral ha continuado mejorando. Esto último a pesar de la disminución en el ritmo de crecimiento del empleo y la reciente estabilidad de la tasa de desempleo. Asimismo, reiteró su expectativa de que la inflación aumentará gradualmente hacia el objetivo de mediano plazo, en la medida que continúe la mejoría del mercado laboral y se disipen los efectos transitorios sobre la inflación de la caída en los precios de la energía y de las importaciones. Finalmente, la Reserva Federal afirmó que está monitoreando los eventos económicos y financieros globales, si bien eliminó las referencias del comunicado pasado sobre los posibles efectos negativos del incierto panorama internacional en el crecimiento y la inflación de Estados Unidos.

Por su parte, el Banco de Inglaterra en su reunión de octubre decidió mantener sin cambio su tasa de referencia en 0.5 por ciento, así como el saldo de su programa de compra de valores en 375 mil millones de libras esterlinas. En su comunicado, si bien notó un deterioro en el entorno global, señaló que la demanda interna se ha mantenido sólida y que hay evidencia de presiones sobre la capacidad de algunos sectores de la economía, aunque los avances en la productividad han contribuido a limitar su efecto sobre la inflación. Al mismo tiempo, reiteró su expectativa de que una vez que se determine la primera alza en su tasa de referencia, el ritmo de incrementos subsecuentes será gradual.

En su reunión de octubre, el BCE decidió mantener sin cambio sus tasas de interés de política monetaria y reiteró su intención de continuar implementando su programa de compra de valores por 60 mil millones de euros mensuales al menos hasta septiembre de 2016 y, en todo caso, hasta que se perciba un cambio en la

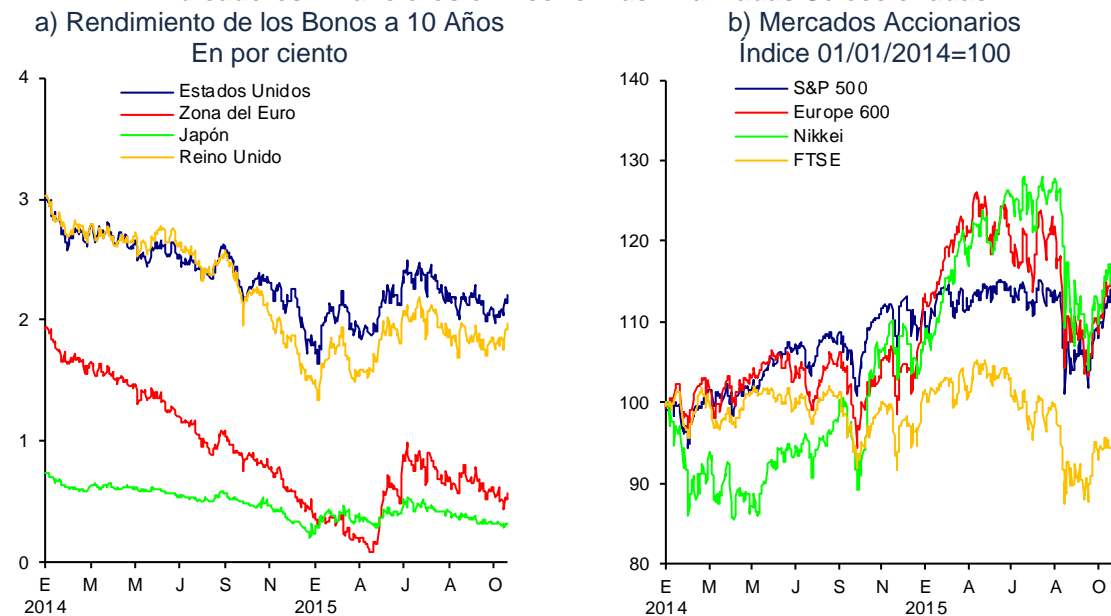
trayectoria de inflación consistente con el logro de su meta de mediano plazo. El BCE destacó que se han acentuado los riesgos a la baja para las perspectivas de crecimiento e inflación de la zona del euro, ante los temores acerca de las perspectivas de crecimiento de las economías emergentes y las posibles repercusiones para la región, derivados de los recientes acontecimientos en los mercados financieros y de las materias primas. En este contexto, señaló que el grado de relajamiento de la política monetaria deberá ser revisado en su próxima reunión de diciembre, una vez que se disponga de las nuevas proyecciones macroeconómicas, y reiteró su disposición a actuar, de ser necesario, utilizando todos los instrumentos disponibles dentro de su mandato para mantener un grado apropiado de relajamiento monetario.

En su reunión de octubre, el Banco de Japón ratificó que continuará con su programa monetario laxo con el fin de alcanzar su meta de inflación del 2 por ciento, al considerar que las medidas de estímulo cuantitativo y cualitativo implementadas están teniendo los efectos esperados. De esta forma, mantuvo el objetivo de incrementar la base monetaria a un ritmo anual de cerca de 80 billones de yenes, y su decisión de seguir comprando bonos del gobierno y otros instrumentos. Además, señaló que si bien las expectativas de inflación de largo plazo han continuado recuperándose, la inflación anual probablemente permanecerá por algunos meses alrededor de 0 por ciento, debido al impacto de la caída en los precios de la energía, al tiempo que anticipa que la economía japonesa continúe creciendo a una tasa pausada.

Como se mencionó, la volatilidad de los mercados financieros internacionales siguió siendo elevada en el periodo que cubre este Informe. Ello como resultado de la incertidumbre en torno al proceso de normalización de la política monetaria en Estados Unidos, las preocupaciones respecto a las perspectivas de crecimiento de China y sus posibles repercusiones sobre la situación financiera y económica global, así como por la percepción de mayor vulnerabilidad de las economías emergentes. Así, en las economías avanzadas se registró cierto apretamiento en las condiciones financieras ante el retroceso en sus mercados accionarios y un aumento en las tasas de interés reales debido a las menores expectativas de inflación (Gráfica 102).

Gráfica 102

Indicadores Financieros en Economías Avanzadas Seleccionadas

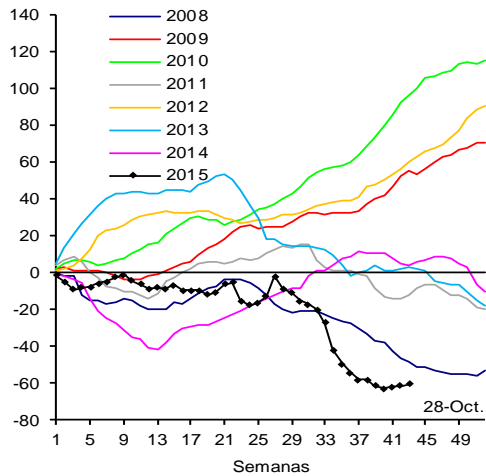


La percepción de una mayor divergencia en la posición cíclica entre las economías emergentes y la economía de Estados Unidos, aunada a la caída en los términos de intercambio, provocó una recomposición de portafolios hacia activos de menor riesgo. Esto se reflejó en una reducción en los flujos de capital hacia las economías emergentes, dando lugar a una disminución en los precios de sus activos financieros y a una mayor depreciación de sus monedas (Gráfica 103). Por su parte, los indicadores de primas por riesgo soberano mostraron incrementos, principalmente en aquellas economías con mayores retos macroeconómicos. Finalmente, el incierto entorno global exacerba los riesgos de que algunas economías emergentes con fundamentos más débiles, como Brasil y Turquía, enfrenten un proceso desordenado de ajuste económico y financiero. Esto a su vez, apunta a riesgos potenciales de contagio a otras economías.

Gráfica 103

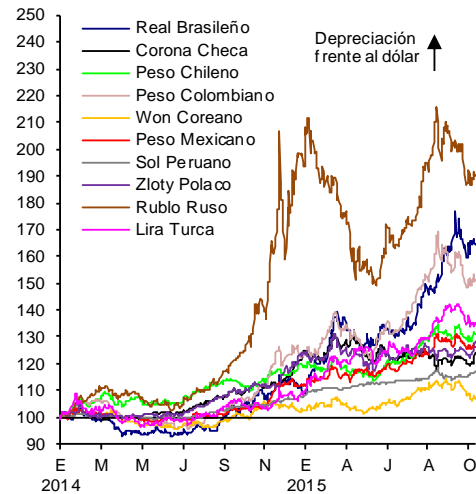
Indicadores Financieros de Economías Emergentes

a) Flujos Acumulados de Fondos Dedicados a Economías Emergentes (Deuda y Acciones) ^{1/}



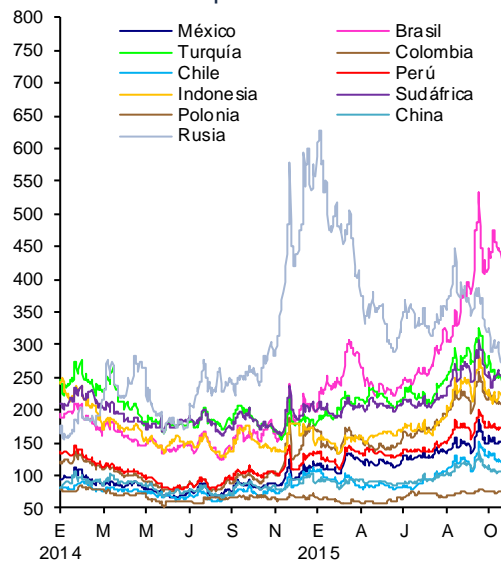
1/ La muestra cubre fondos utilizados para la compra-venta de acciones y bonos de países emergentes, registrados en países avanzados. Los flujos excluyen el desempeño de la cartera y variaciones en el tipo de cambio.
Fuente: Emerging Portfolio Fund Research.

b) Tipo de Cambio Índice 01/01/2014=100



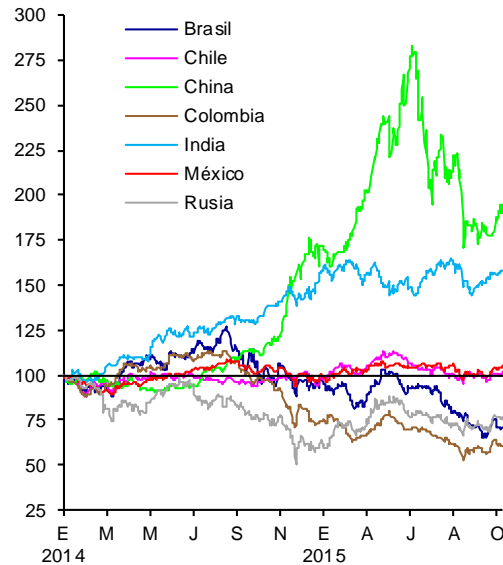
Fuente: Bloomberg.

c) Indicadores de Mercado que Miden el Riesgo de Crédito Soberano (CDS) En puntos base



Fuente: Bloomberg.

d) Mercados Accionarios Índice 01/01/2014=100



A partir de octubre, la volatilidad en los mercados financieros internacionales comenzó a mostrar cierta disminución debido, en buena medida, al mayor apetito por riesgo por parte de inversionistas institucionales. Ello, ante la expectativa que prevalecía de un posible retraso en el inicio del proceso de normalización de la política monetaria de Estados Unidos y las medidas adoptadas por las autoridades chinas para estabilizar su mercado financiero y apoyar el crecimiento. Lo anterior,

se reflejó en una mejoría de los mercados accionarios globales, en una ligera apreciación de los tipos de cambio de economías emergentes y en cierta disminución en los indicadores de riesgo soberano de estos países. Adicionalmente, las tasas de interés de largo plazo experimentaron una reducción a finales del trimestre reflejando mayormente la decisión de la Reserva Federal de no incrementar su tasa de referencia en su reunión de septiembre, así como mayores expectativas de que la debilidad en las economías emergentes, en especial China, pudieran llevar a que la política monetaria en países avanzados se mantenga acomodaticia por un periodo más prolongado.

Sin embargo, no se puede descartar un nuevo repunte en la volatilidad en los mercados financieros internacionales, en particular en caso de que el primer aumento de la tasa de fondos federales sea inesperado para la mayoría del mercado, que la expectativa de la trayectoria subsecuente de alzas sea más pronunciada de lo previsto, o bien ante noticias negativas sobre la evolución económica y financiera de China. En este contexto, cabe destacar la posición de mayor vulnerabilidad de algunas economías emergentes, ante el significativo deterioro en su situación macroeconómica en general, la cual requiere de importantes ajustes de política.

3.2. Evolución de la Economía Mexicana

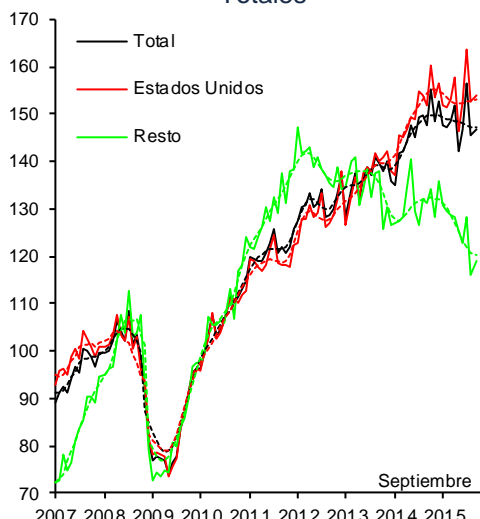
3.2.1. Actividad Económica

En el tercer trimestre del año en curso, la actividad económica en México mantuvo el moderado ritmo de crecimiento que registró desde inicios de 2015. En particular, las exportaciones netas continuaron presentando un bajo dinamismo, al tiempo que algunos componentes de la demanda interna mostraron cierta mejoría.

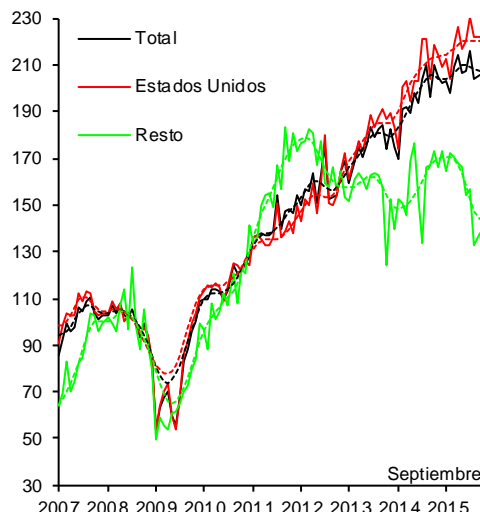
En cuanto al sector externo, las exportaciones manufactureras siguieron exhibiendo un relativo estancamiento en el periodo julio - septiembre de 2015, a pesar de la significativa depreciación del tipo de cambio real del peso frente al dólar (Gráfica 104a). Sin embargo, la producción industrial de Estados Unidos creció únicamente 1.8 por ciento a tasa trimestral anualizada con datos desestacionalizados, después de haberse contraído 0.3 y 2.4 por ciento en los primeros dos trimestres del año. En la medida en que el efecto ingreso de una demanda externa débil dominó el efecto precio favorable derivado de la depreciación del tipo de cambio real, tanto las exportaciones automotrices, como las no automotrices dirigidas a nuestro vecino país del norte registraron un bajo crecimiento. Adicionalmente, en congruencia con la debilidad que la demanda proveniente de países distintos de Estados Unidos ha venido presentando desde hace varios trimestres, en el periodo julio - septiembre de 2015 las exportaciones canalizadas a esos países continuaron exhibiendo una tendencia negativa, en particular las dirigidas a Asia y a Europa (Gráfica 104b y Gráfica 104c). Por su parte, las exportaciones petroleras mantuvieron el desempeño desfavorable que han venido mostrando desde inicios de 2012 (Gráfica 104d). En particular, en el periodo de referencia la contracción en las exportaciones petroleras reflejó una nueva disminución en el precio del petróleo, ya que la plataforma de exportación presentó incluso un ligero incremento.

Gráfica 104
Indicadores de las Exportaciones
 Índice 2008=100, a. e.

a) Exportaciones Manufactureras Totales

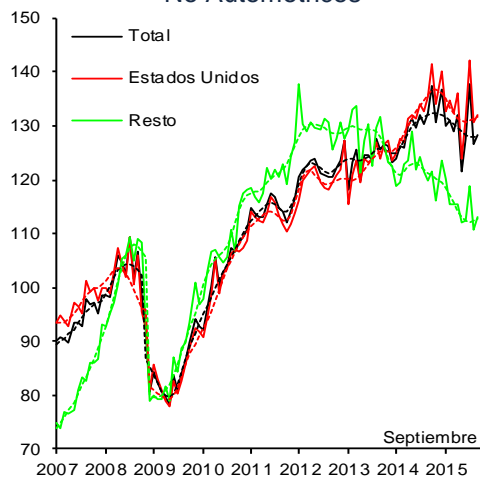


b) Exportaciones Manufactureras Automotrices



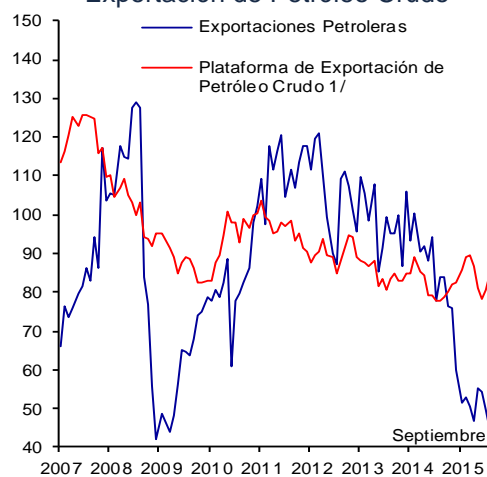
a. e. / Serie con ajuste estacional y serie de tendencia. La primera se representa con la línea sólida y la segunda con la punteada.
 Fuente: Banco de México con base en SAT, SE, Banco de México, INEGI. Balanza Comercial de Mercancías de México. SNIEG. Información de Interés Nacional.

c) Exportaciones Manufactureras No Automotrices



a. e. / Serie con ajuste estacional y serie de tendencia. La primera se representa con la línea sólida y la segunda con la punteada.
 Fuente: Banco de México con base en SAT, SE, Banco de México, INEGI. Balanza Comercial de Mercancías de México. SNIEG. Información de Interés Nacional.

d) Exportaciones Petroleras y Plataforma de Exportación de Petróleo Crudo



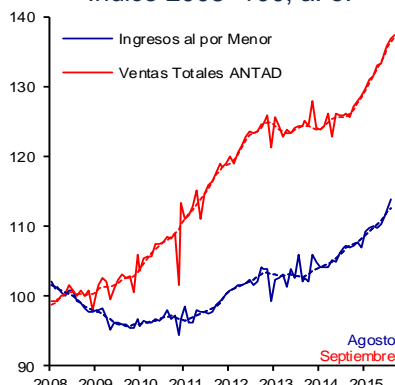
a. e. / Serie con ajuste estacional.
 1/ Promedio móvil de tres meses de barriles diarios.
 Fuente: SAT, SE, Banco de México, INEGI. Balanza Comercial de Mercancías de México. SNIEG. Información de Interés Nacional, y Banco de México con base en PMI Comercio Internacional, S.A. de C.V.

En cuanto al gasto interno, algunos de los indicadores del consumo privado registraron tasas de crecimiento mayores a las del trimestre anterior, apoyados por la evolución del mercado laboral, la baja inflación y el repunte en el ingreso por remesas familiares.

- i. En el periodo que se reporta, las ventas internas de vehículos ligeros y los ingresos de empresas comerciales al por menor presentaron un mayor crecimiento que el observado en el trimestre previo, al tiempo que las ventas de la ANTAD se expandieron a un ritmo similar, con lo que continuaron exhibiendo un elevado dinamismo (Gráfica 105a y Gráfica 105b). Por su parte, el indicador mensual del consumo privado en el mercado interior, el cual es una medida más amplia del consumo privado, mantuvo un ritmo de crecimiento moderado al inicio del trimestre (Gráfica 105c).
- ii. En este contexto, algunos de los determinantes del consumo han mostrado gradualmente una mejoría. En particular, en el primer semestre de 2015 la masa salarial de los trabajadores exhibió un incremento, si bien a partir de niveles bajos (Gráfica 106a). El ingreso por remesas tanto en dólares como en pesos constantes, registró en el periodo julio – septiembre de 2015 un crecimiento respecto al segundo trimestre (Gráfica 106b). Por su parte, en el tercer trimestre del año en curso el crédito bancario al consumo presentó un aumento en su ritmo de expansión con relación al observado el trimestre previo (ver Sección 3.2.3). En contraste, el índice de confianza del consumidor mantuvo cierta trayectoria decreciente en el trimestre que se reporta, aunque destaca que el componente que mide la percepción sobre la posibilidad de compra de bienes duraderos continuó recuperándose (Gráfica 106c).

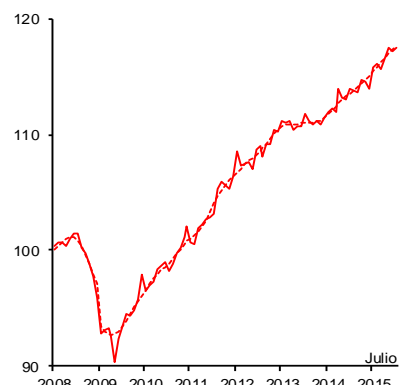
Según la información más oportuna, la inversión fija bruta siguió mostrando un moderado dinamismo en el inicio del trimestre objeto de este Informe (Gráfica 107 a). En particular, el crecimiento que se observó en el rubro de maquinaria y equipo dado un mayor dinamismo de las importaciones de bienes de capital (Gráfica 107) fue parcialmente contrarrestado por la debilidad que continuó presentando el gasto en inversión del sector de la construcción, especialmente la no residencial (Gráfica 107). En este contexto, las importaciones de bienes de capital se han visto impulsadas por perspectivas favorables en los sectores automotriz, de telecomunicaciones y energético en lo que se refiere a la producción y distribución de electricidad.

Gráfica 105
Indicadores de Consumo
b) Ingresos en Empresas Comerciales al por Menor y Ventas a Tiendas Totales de la ANTAD
Índice 2008=100, a. e.



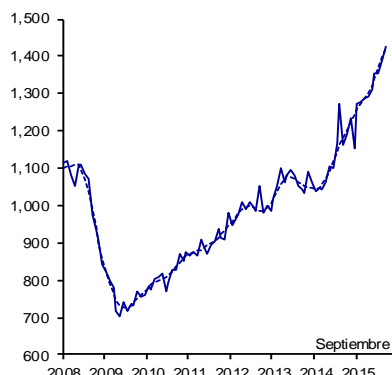
a. e. / Serie con ajuste estacional y serie de tendencia. La primera se representa con la línea sólida y la segunda con la punteada.
Fuente: Encuesta Mensual sobre Empresas Comerciales, INEGI; y elaboración de Banco de México con información de la ANTAD.

c) Indicador Mensual del Consumo Privado en el Mercado Interior
Índice 2008=100, a. e.



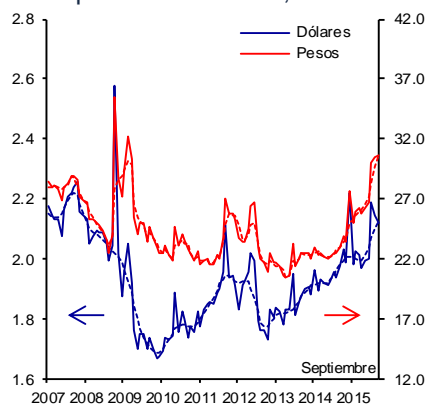
a. e. / Serie con ajuste estacional y serie de tendencia. La primera se representa con la línea sólida y la segunda con la punteada.
Fuente: INEGI.

a) Ventas Internas de Vehículos Ligeros al Menudeo
Miles de unidades anualizadas, a. e.



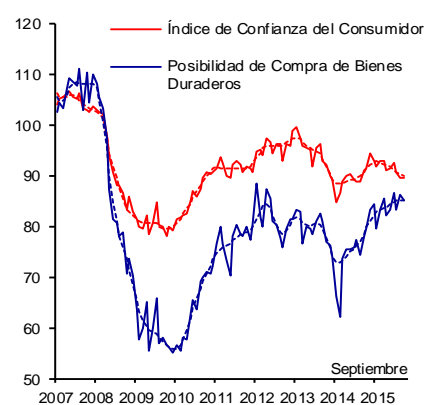
a. e. / Serie con ajuste estacional y serie de tendencia. La primera se representa con la línea sólida y la segunda con la punteada.
Fuente: Elaboración de Banco de México con información de la Asociación Mexicana de la Industria Automotriz (AMIA).

Gráfica 106
Determinantes del Consumo
b) Remesas Familiares
Miles de millones de dólares y de pesos constantes,^{1/} a. e.



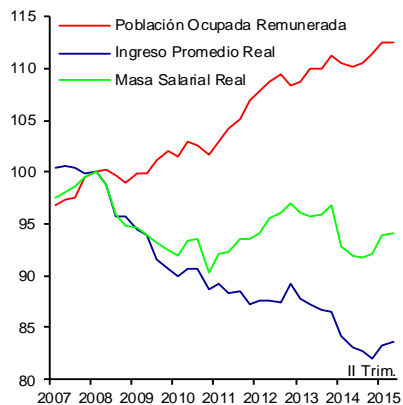
a. e. / Serie con ajuste estacional y serie de tendencia. La primera se representa con la línea sólida y la segunda con la punteada.
1/ A precios de la segunda quincena de diciembre de 2010.
Fuente: Banco de México.

c) Confianza del Consumidor
Índice enero 2003=100, a. e.



a. e. / Serie con ajuste estacional y serie de tendencia. La primera se representa con la línea sólida y la segunda con la punteada.
Fuente: Encuesta Nacional sobre la Confianza del Consumidor (ENCO), INEGI y Banco de México.

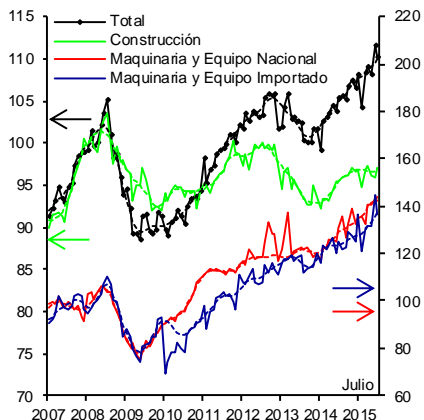
a) Masa Salarial Real Total
Índice I-2008=100, a. e.



a. e. / Series con ajuste estacional.
Fuente: Elaboración de Banco de México con información de la Encuesta Nacional de Ocupación y Empleo (ENOE), INEGI.

Gráfica 107
Indicadores de Inversión
Índice 2008=100, a. e.

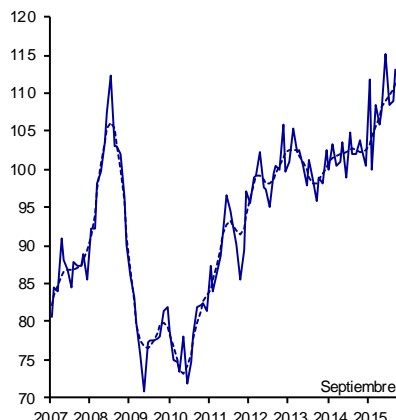
a) Inversión y sus Componentes



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

Fuente: Sistema de Cuentas Nacionales de México, INEGI.

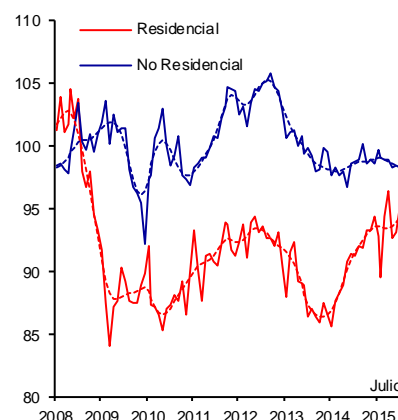
b) Importaciones de Bienes de Capital



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

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

c) Inversión en Construcción Residencial y No Residencial



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

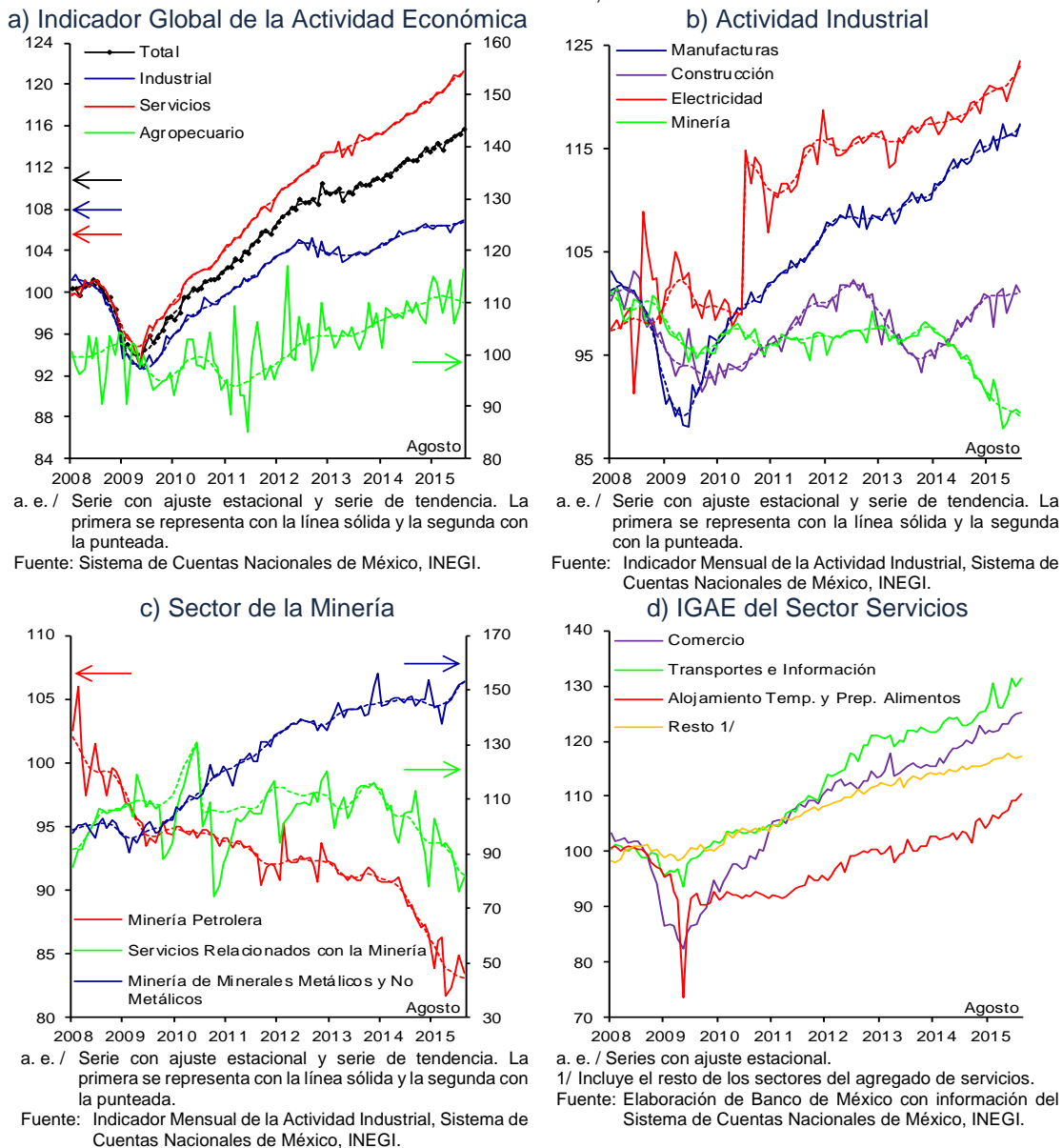
Fuente: Sistema de Cuentas Nacionales de México, INEGI.

En cuanto a la actividad económica por el lado de la producción, en los primeros dos meses del tercer trimestre el sector industrial mostró un bajo ritmo de crecimiento, mientras que los servicios exhibieron una tendencia positiva (Gráfica 108a).

- i. Al interior de la producción industrial, en el bimestre julio - agosto del año en curso, el sector manufacturero siguió presentando una trayectoria positiva, si bien ha perdido cierto dinamismo. En contraste, el sector de la construcción mantuvo un débil desempeño (Gráfica 108b) y el de la minería continuó registrando una tendencia negativa como reflejo, principalmente, del bajo nivel de producción petrolera y del comportamiento desfavorable de los servicios asociados a este sector (Gráfica 108c).
- ii. Por su parte, los servicios siguieron mostrando una evolución favorable (Gráfica 108d). En el bimestre julio – agosto, los principales sectores que sustentaron esta trayectoria creciente fueron el comercio, los servicios de transporte y de información en medios masivos así como de alojamiento temporal y de preparación de alimentos y bebidas. El desempeño positivo de estos agregados parecería haber sido resultado del dinamismo que se ha observado en el consumo, del impacto del proceso electoral, de una mejoría en el sector de telecomunicaciones, y por el impulso proveniente de las actividades turísticas. En contraste, algunos sectores de las actividades terciarias mostraron una evolución menos favorable, destacando el caso de los servicios financieros y de seguros, los servicios corporativos y los servicios educativos.
- iii. Al inicio del tercer trimestre del año en curso, las actividades primarias presentaron un avance, derivado de un incremento en las siembras del

ciclo primavera - verano y de una mayor cosecha del ciclo otoño - invierno y de algunos cultivos perennes.

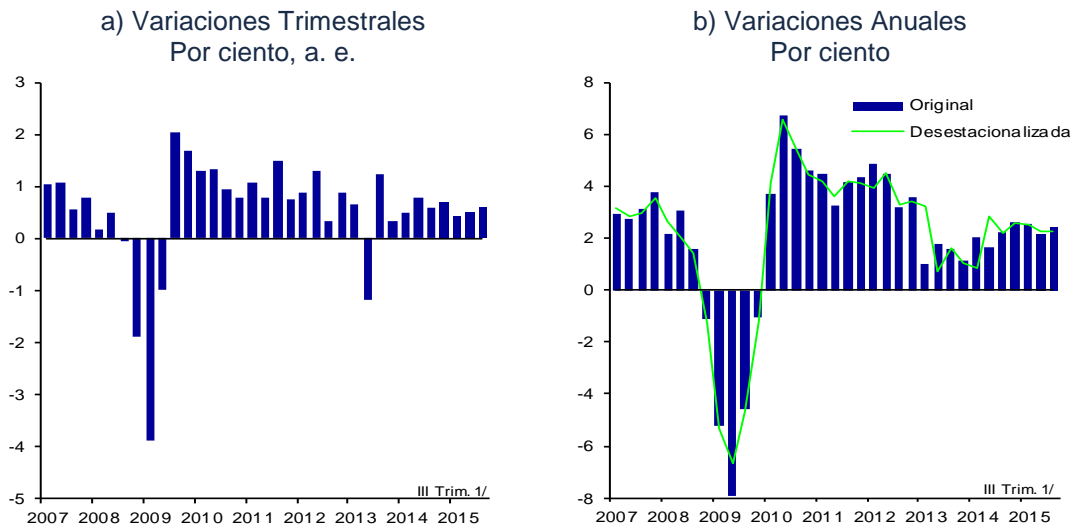
Gráfica 108
Indicadores de Producción
Índice 2008=100, a. e.



En este contexto, en el tercer trimestre de 2015 según la estimación oportuna del PIB trimestral publicada por el INEGI, la actividad económica mostró un crecimiento trimestral desestacionalizado de 0.6 por ciento, cifra que se compara con la tasa de expansión de 0.5 por ciento observada en el trimestre previo (Gráfica 109a). A tasa anual con datos ajustados por estacionalidad, de acuerdo al PIB oportuno la economía mexicana presentó un incremento anual de 2.3 por ciento en el trimestre de referencia, el cual se compara con el de 2.2 por ciento registrado en el trimestre anterior. Con cifras sin desestacionalizar, la variación anual según el PIB oportuno

fue de 2.4 por ciento en el tercer trimestre del año en curso, que se compara con la de 2.2 por ciento reportada para el segundo trimestre (Gráfica 109b).

Gráfica 109
Producto Interno Bruto



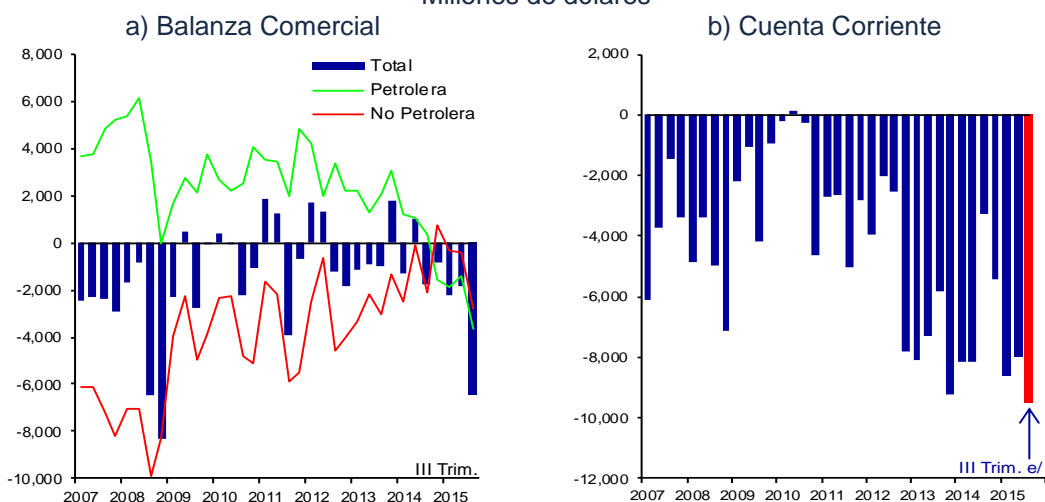
a. e. / Cifras con ajuste estacional.

1/ La cifra correspondiente al tercer trimestre de 2015 se refiere a la estimación oportuna del PIB trimestral publicada por el INEGI.

Fuente: Sistema de Cuentas Nacionales de México, INEGI.

Finalmente, en el tercer trimestre de 2015 la balanza comercial de México mostró un déficit de 6,469 millones de dólares, el cual estuvo compuesto por déficits de 2,783 millones de dólares en la balanza comercial no petrolera y de 3,686 millones de dólares en la petrolera (Gráfica 110a). Así, el saldo de la balanza comercial petrolera continuó deteriorándose y fue deficitario por cuarto trimestre consecutivo, después de haber presentado superávits desde 2009. Por su parte, las cifras más oportunas sugieren que la cuenta corriente habrá registrado un déficit moderado en el tercer trimestre de 2015 y que se continuaron captando recursos a través de la cuenta financiera que permitieron el financiamiento de dicho déficit (Gráfica 110b). En particular, se prevé que como reflejo de las perspectivas favorables ante las nuevas posibilidades de inversión que han abierto las reformas estructurales, se haya continuado captando recursos en las cuentas de inversión directa y de cartera. Respecto a esta última, en el tercer trimestre se observó una ligera entrada de recursos de inversionistas no residentes al mercado accionario y al de valores gubernamentales (ver Sección 3.2.3).

Gráfica 110
Balanza Comercial y Cuenta Corriente
 Millones de dólares



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

e/ Estimación de Banco de México. Fuente: Banco de México.

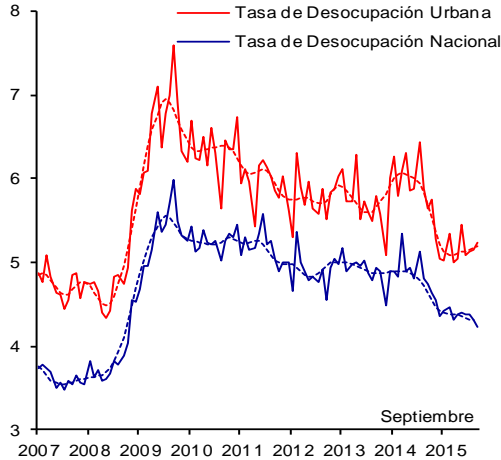
3.2.2. Mercado Laboral

Ante el moderado crecimiento económico, en el tercer trimestre de 2015 persistieron condiciones de holgura en el mercado laboral.

- i. En efecto, en el tercer trimestre de 2015 las tasas de desocupación nacional y urbana se ubicaron en niveles semejantes a los registrados en el trimestre anterior y continuaron siendo mayores que las observadas antes de la crisis (Gráfica 111a). En particular, en julio – septiembre del año en curso la tasa de desempleo nacional presentó un nivel promedio de 4.3 por ciento en términos desestacionalizados, cifra similar a la reportada en el segundo trimestre de 4.4 por ciento, mientras que la urbana se mantuvo en 5.2 por ciento.
- ii. La tasa de participación laboral exhibió un incremento respecto al promedio del segundo trimestre (Gráfica 111b).
- iii. De manera congruente, el número de puestos de trabajo afiliados al IMSS siguió mostrando un crecimiento favorable (Gráfica 111c).
- iv. No obstante, el ritmo de crecimiento de la ocupación en el sector informal superó al de los empleos formales, de modo que los indicadores de informalidad continuaron sin presentar una mejoría (Gráfica 111d).

Gráfica 111
Indicadores del Mercado Laboral

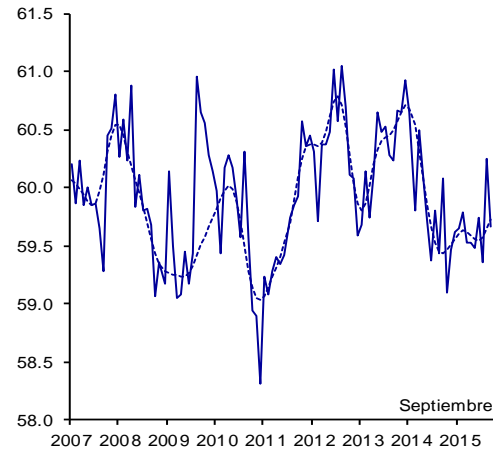
a) Tasas de Desocupación Nacional y Urbana
Por ciento, a. e.



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

Fuente: Encuesta Nacional de Ocupación y Empleo (ENOE), INEGI.

b) Tasa de Participación Laboral Nacional
Por ciento, a. e.

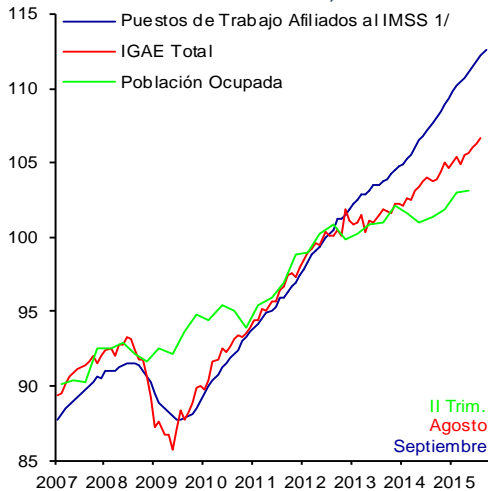


a. e. / Serie con ajuste estacional y serie de tendencia. La primera se representa con la línea sólida y la segunda con la punteada.

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

Fuente: Encuesta Nacional de Ocupación y Empleo (ENOE), INEGI.

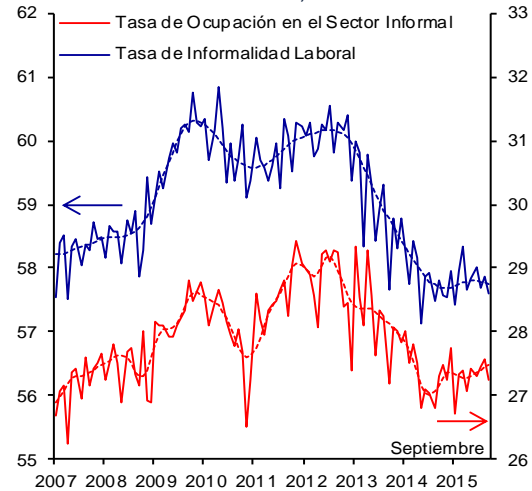
c) Puestos de Trabajo Afiliados al IMSS, IGAE Total y Población Ocupada
Índice 2012=100, a. e.



a. e. / Series con ajuste estacional.
1/ Permanentes y eventuales urbanos. Desestacionalización de Banco de México.

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

d) Ocupación en el Sector Informal^{1/} e Informalidad Laboral^{2/}
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 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.
2/ Incluye a los trabajadores que, además de los que se emplean en el sector informal, laboran sin la protección de la seguridad social y cuyos servicios son utilizados por unidades económicas registradas y a los ocupados por cuenta propia en la agricultura de subsistencia.

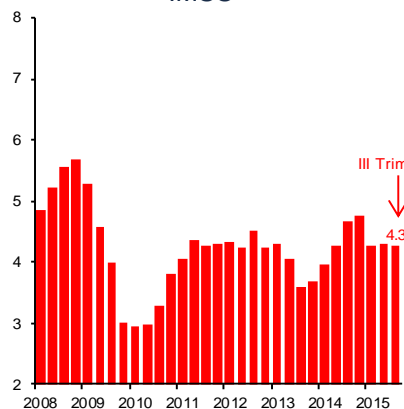
Fuente: Encuesta Nacional de Ocupación y Empleo (ENOE), INEGI.

En este contexto de holgura en el mercado laboral, las tasas de crecimiento de los principales indicadores salariales de la economía que se observaron en el tercer trimestre del año en curso continuaron siendo moderadas. En particular, no se presentaron cambios significativos con relación a las variaciones reportadas en trimestres previos.

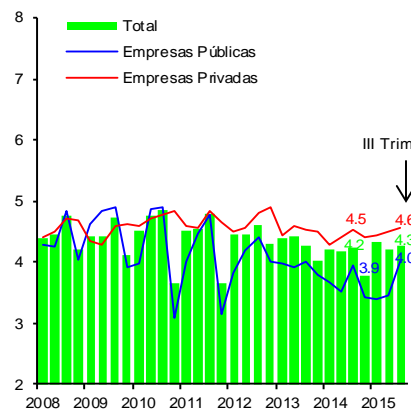
- i. En el tercer trimestre de 2015, el salario base de cotización asociado a los puestos de trabajo afiliados al IMSS aumentó 4.3 por ciento anual, misma cifra que la registrada en los dos trimestres anteriores (Gráfica 112a).
- ii. Por su parte, en el periodo julio – septiembre del año en curso los salarios contractuales negociados por empresas de jurisdicción federal presentaron una tasa de crecimiento de 4.3 por ciento, cifra que se compara con la tasa de 4.2 por ciento observada en el mismo trimestre de 2014 (Gráfica 112b). Este resultado reflejó el hecho de que tanto las negociaciones de las empresas privadas, como de las públicas resultaron en un promedio de aumentos cercanos a los del tercer trimestre de 2014. En particular, las negociaciones de las empresas públicas en el tercer trimestre de 2015 derivaron en un promedio de incrementos de 4.0 por ciento, cifra similar al promedio de 3.9 por ciento del mismo periodo del año anterior, mientras que las negociaciones de las empresas privadas resultaron en un promedio de aumentos salariales de 4.6 por ciento, nivel comparable al de 4.5 por ciento registrado en el tercer trimestre de 2014.
- iii. En el segundo trimestre de 2015, la tasa de crecimiento del salario promedio del total de trabajadores asalariados en la economía (de 2.5 por ciento) se mantuvo en niveles similares a los del trimestre anterior y se ubicó por debajo de los niveles reportados en 2012 (Gráfica 112c).
- iv. A partir del 1 de octubre de 2015, el Consejo de Representantes de la Comisión Nacional de Salarios Mínimos (CONASAMI) determinó homologar el salario mínimo vigente en la zona económica 'B' con el de la zona económica 'A'. Lo anterior condujo a que el salario mínimo general promedio se incrementara de 69.26 pesos diarios a 70.10 pesos por día.

Gráfica 112
Indicadores Salariales
Variación anual en por ciento

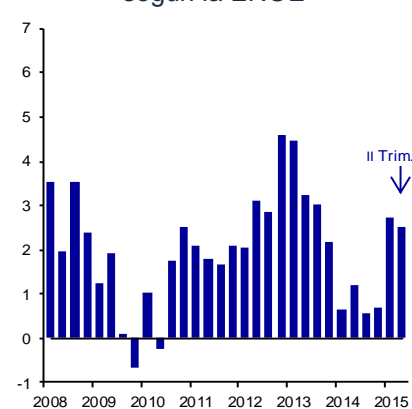
a) Salario Base de Cotización al IMSS ^{1/}



b) Salario Contractual ^{2/}



c) Salario Promedio de Asalariados según la ENOE ^{3/}



1/ Durante el tercer trimestre de 2015 se registraron en promedio 18.0 millones de cotizantes al IMSS.

2/ El incremento salarial contractual es un promedio ponderado por el número de trabajadores involucrados. El número de trabajadores de empresas de jurisdicción federal que anualmente reportan sus incrementos salariales a la STPS equivale aproximadamente a 2 millones.

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

Fuente: Cálculos elaborados por el Banco de México con información de IMSS, STPS e INEGI (ENOE).

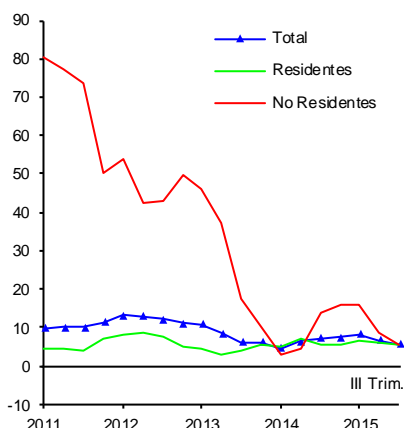
3.2.3. Ahorro Financiero y Financiamiento en el País

En el tercer trimestre de 2015, las fuentes de recursos financieros de la economía tuvieron un menor ritmo de expansión que en el trimestre previo. Ello fue resultado de una moderación en el crecimiento tanto de las fuentes de recursos internas como de las externas, esto último en un contexto que se ha caracterizado por una reducción de los flujos de capital a las economías emergentes.

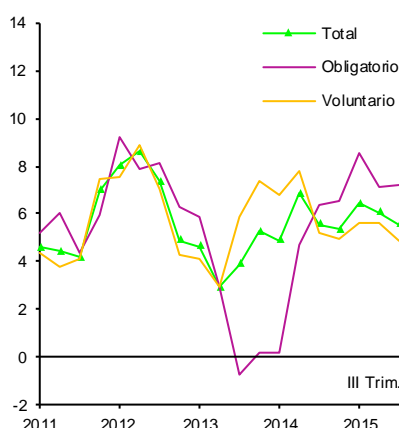
Con respecto a las fuentes internas de recursos financieros, el saldo del ahorro financiero interno –definido como el saldo del agregado monetario M4 en poder de residentes menos el saldo de billetes y monedas en poder del público– presentó un crecimiento menor al del trimestre previo (Gráfica 113a). Este comportamiento estuvo explicado principalmente por una moderación en el crecimiento del saldo del ahorro financiero voluntario, puesto que el saldo del ahorro financiero obligatorio registró una variación real anual similar a la observada en el trimestre anterior (Gráfica 113b). Por su parte, si bien la tasa de expansión de la base monetaria fue similar a la del trimestre previo, continúa en niveles elevados. Ello obedece en buena medida al efecto temporal que la celebración de elecciones en nuestro país tiene sobre la demanda de dinero, así como a algunos efectos remanentes de la Reforma Hacendaria y otros cambios en el uso de medios de pago, cuyos impactos en las tasas de crecimiento anual se deberían ir diluyendo a lo largo del tiempo.

Gráfica 113
Indicadores de Ahorro Financiero

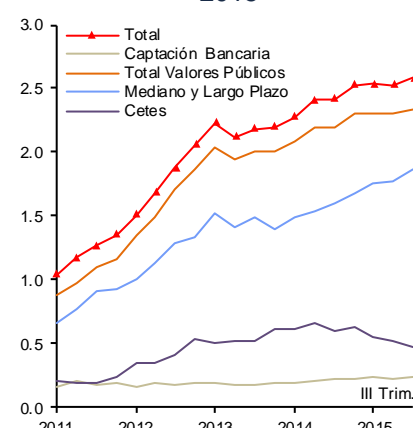
a) Ahorro Financiero Total ^{1/}
Variación real anual promedio del trimestre en por ciento



b) Ahorro Financiero de Residentes
Variación real anual promedio del trimestre en por ciento



c) Ahorro Financiero de no Residentes
Saldo al cierre del trimestre en billones de pesos de septiembre de 2015



1/ Se define como el agregado monetario M4 menos el saldo de billetes y monedas en poder del público.
Fuente: Banco de México.

En lo que se refiere a las fuentes externas de recursos, el saldo del ahorro financiero de no residentes en el tercer trimestre desaceleró su ritmo de crecimiento respecto del trimestre previo. Lo anterior, como resultado de una moderación en la tasa de expansión de la tenencia de valores públicos de corto plazo por parte de no residentes (Gráfica 113c). Por su parte, los recursos externos canalizados a financiar a las empresas privadas no financieras continuaron moderando su ritmo de crecimiento, en un entorno caracterizado por una menor liquidez en los mercados financieros internacionales.

En congruencia con lo anterior, el ritmo de expansión de la utilización de recursos financieros en la economía se redujo con respecto al trimestre previo. La desacumulación de reservas internacionales, como resultado de las medidas adoptadas por la Comisión de Cambios para coadyuvar al buen funcionamiento del mercado cambiario, en un contexto de una moderación en el ritmo de crecimiento de las fuentes, permitió liberar recursos para el financiamiento al sector privado (ver Sección 4). Por su parte, los Requerimientos Financieros del Sector Público (RFSP) fueron menores a los observados en el trimestre pasado, mientras que el flujo de financiamiento a los estados y municipios fue similar al registrado en el segundo trimestre de 2015. Finalmente, el flujo de financiamiento al sector privado no financiero se mantuvo sin cambio con respecto al registrado en el trimestre previo.

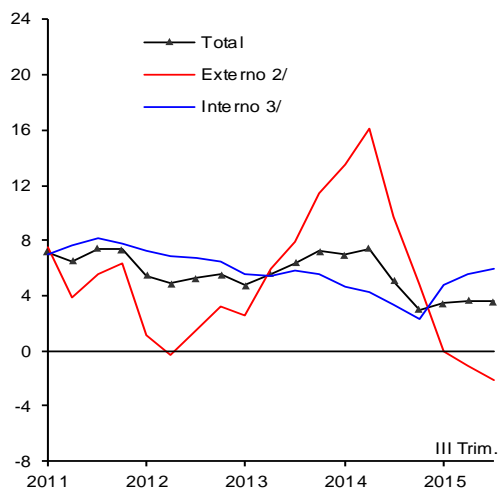
Profundizando en lo anterior, el financiamiento total a las empresas privadas no financieras durante el tercer trimestre del año mantuvo un ritmo de expansión semejante al del trimestre pasado, lo que derivó de un mayor crecimiento del financiamiento interno que contrarrestó la desaceleración del externo (Gráfica 114). Respecto de este último punto, como se ha destacado en informes anteriores, en los mercados internacionales se ha venido observando un bajo ritmo de colocación de deuda privada, al tiempo que el crédito del exterior también ha venido mostrando un menor dinamismo. En contraste, en el mercado interno, el crédito otorgado por la banca comercial a las empresas privadas no financieras continuó incrementando

su tasa de crecimiento, registrando una variación real anual promedio de 11.4 por ciento en el tercer trimestre, superior al 9.2 por ciento del trimestre anterior (Gráfica 115a). Cabe destacar que parte de este aumento obedece al efecto de la depreciación de la moneda nacional, debido a que una proporción relativamente pequeña del saldo de la cartera de crédito corresponde a créditos otorgados en dólares, los cuales se registran a valor de mercado en pesos. También algunas empresas han decidido reducir su deuda externa en dólares y sustituirla por financiamiento interno en pesos, a la luz de la incertidumbre prevaleciente en los mercados financieros internacionales (Gráfica 114). De igual manera, el crédito directo otorgado por la banca de desarrollo continuó acelerando su ritmo de expansión. Todo lo anterior, en un contexto en el que las tasas de interés y los índices de morosidad, en general, se mantuvieron en niveles relativamente bajos, si bien en el trimestre de referencia se aprecia un ligero incremento en las tasas de interés de los préstamos otorgados por la banca comercial, así como cierta mejoría en la calidad de su cartera de crédito (Gráfica 115b y Gráfica 115c).

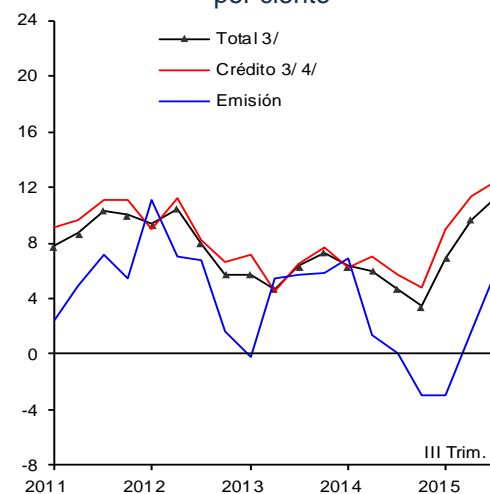
Gráfica 114

Financiamiento al Sector Privado No Financiero

a) Financiamiento Total al Sector Privado No Financiero ^{1/}
Variación real anual en por ciento



b) Financiamiento Interno a las Empresas Privadas No Financieras
Variación real anual promedio del trimestre en por ciento



1/ Cifras ajustadas por efecto cambiario.

2/ Los datos del financiamiento externo correspondientes al tercer trimestre de 2015 son preliminares.

3/ Estas cifras se ven afectadas por la desaparición de algunos intermediarios financieros no bancarios y su conversión a sofomes no reguladas.

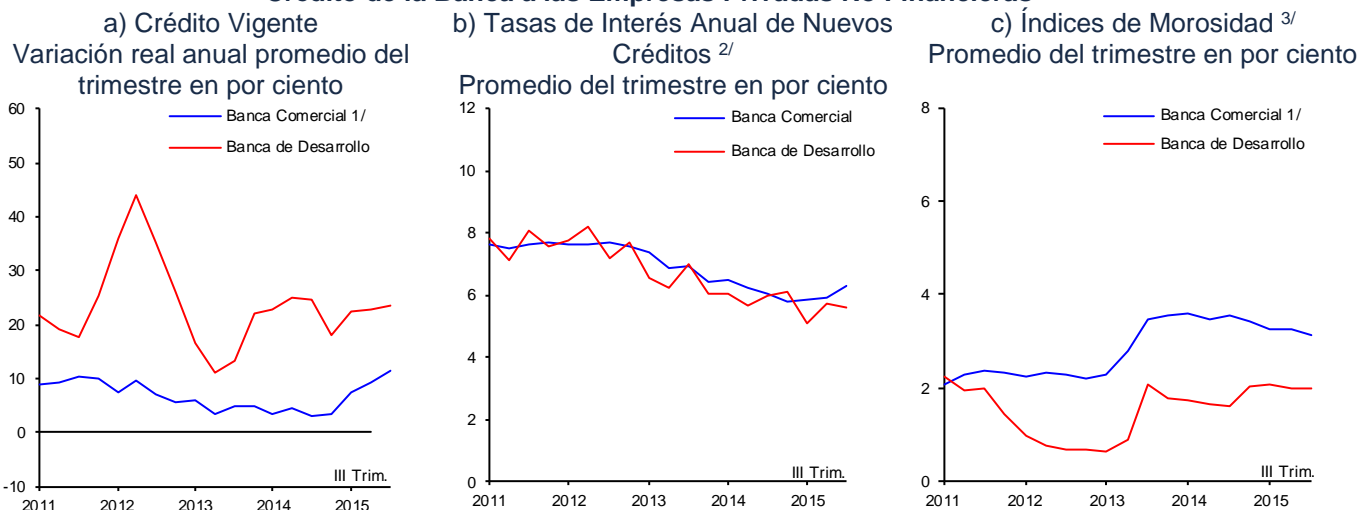
4/ Se refiere a la cartera vigente y vencida. Incluye el crédito de la banca comercial y de desarrollo, así como de otros intermediarios financieros no bancarios.

Fuente: Banco de México.

En el mercado de deuda interna, la colocación de valores por parte de las empresas privadas no financieras continuó mostrando un elevado dinamismo en el tercer trimestre de este año. En particular, la colocación neta de instrumentos de deuda de mediano y largo plazo fue de 20.7 miles de millones de pesos (mmp), lo que constituye el monto trimestral más elevado del que se tiene registro (Gráfica 116a). Lo anterior fue resultado de colocaciones brutas por 25.8 mmp, mientras que las amortizaciones brutas –vencimientos programados y prepagos– fueron de 5.2 mmp. Por su parte, tanto la tasa de interés promedio de colocación de valores de

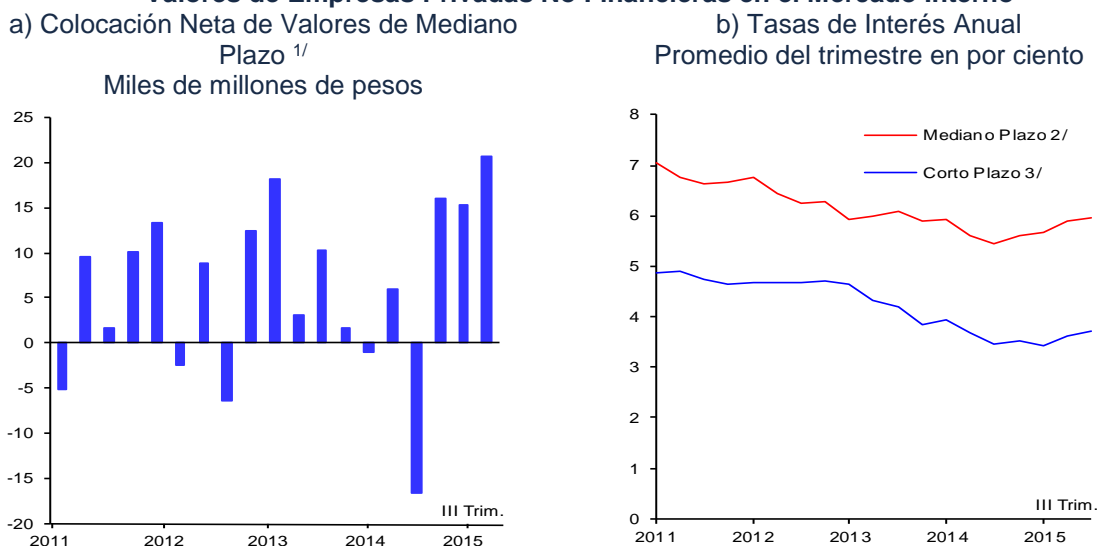
corto plazo, como la correspondiente a valores de mediano y largo plazo, se incrementaron con respecto al trimestre previo (Gráfica 116b).

Gráfica 115
Crédito de la Banca a las Empresas Privadas No Financieras



1/ Incluye a las sofomes ER subsidiarias de instituciones bancarias y grupos financieros.
2/ Se refiere a la tasa de interés de nuevos créditos de la banca a las empresas privadas no financieras, ponderada por el saldo asociado de crédito vigente y para todos los plazos solicitados.
3/ El índice de morosidad (IMOR) se define como el saldo de la cartera vencida entre el saldo de la cartera total.
Fuente: Banco de México.

Gráfica 116
Valores de Empresas Privadas No Financieras en el Mercado Interno

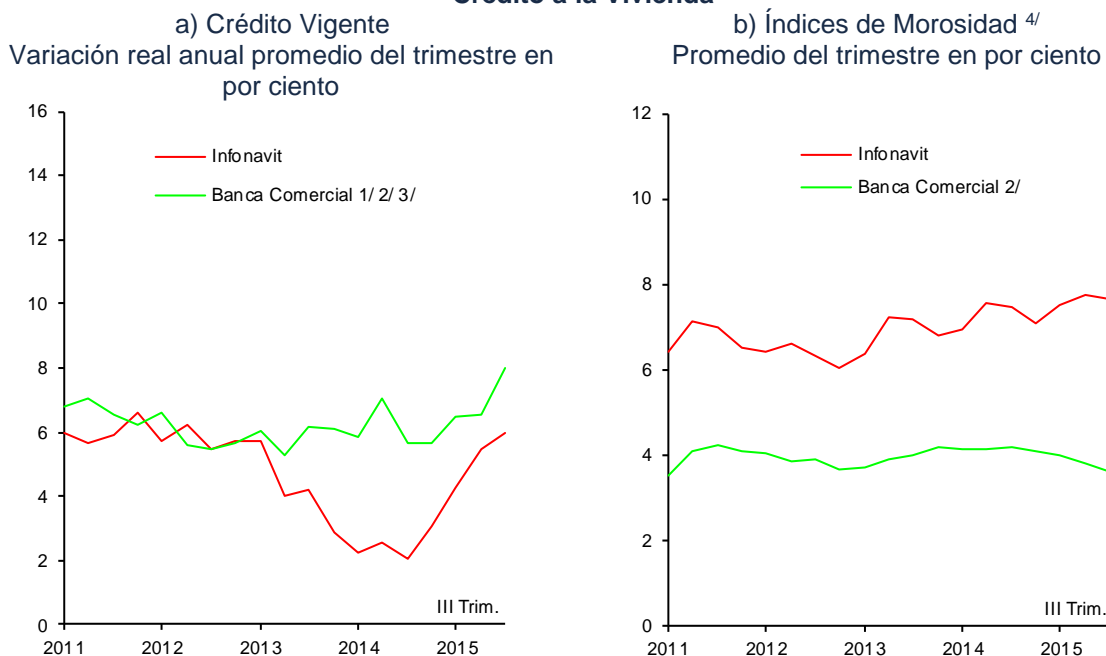


1/ Colocaciones menos amortizaciones (vencimientos y prepagos) en el trimestre.
2/ Colocaciones con un plazo mayor a un año.
3/ Colocaciones con un plazo de hasta un año.
Fuente: Banco de México, con información de Valmer e Indeval.

En lo que toca al crédito a los hogares, durante el tercer trimestre de 2015 su expansión fue mayor que la observada en el segundo trimestre. Ello se explica en buena medida por el dinamismo que sigue mostrando el crédito hipotecario. En efecto, la cartera de crédito de la banca comercial a la vivienda se amplió en el tercer trimestre a una tasa real anual promedio de 8.1 por ciento, ritmo superior al

6.5 por ciento registrado el periodo anterior.²⁸ De igual manera, el crédito del Infonavit aumentó su tasa de crecimiento, al pasar de 5.5 por ciento en el segundo trimestre de 2015 a 6.0 por ciento, en el tercer trimestre del año (Gráfica 117a). En este entorno, las tasas de interés permanecieron estables, al tiempo que la morosidad del crédito hipotecario de la banca comercial se redujo. Por su parte, si bien el índice de morosidad de la cartera de crédito del Infonavit no observó variaciones significativas en el periodo que cubre este Informe, permanece en niveles relativamente elevados (Gráfica 117b).

Gráfica 117
Crédito a la Vivienda



1/Las cifras se ajustan para no ser distorsionadas por el efecto 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.
2/Se incluyen a las sofomes de la banca comercial.
3/Las cifras se ajustan para no verse afectadas por la incorporación de algunas sofomes reguladas a la estadística de crédito bancario.
4/El índice de morosidad (IMOR) se define como el saldo de la cartera vencida entre el saldo de la cartera total.
Fuente: Banco de México.

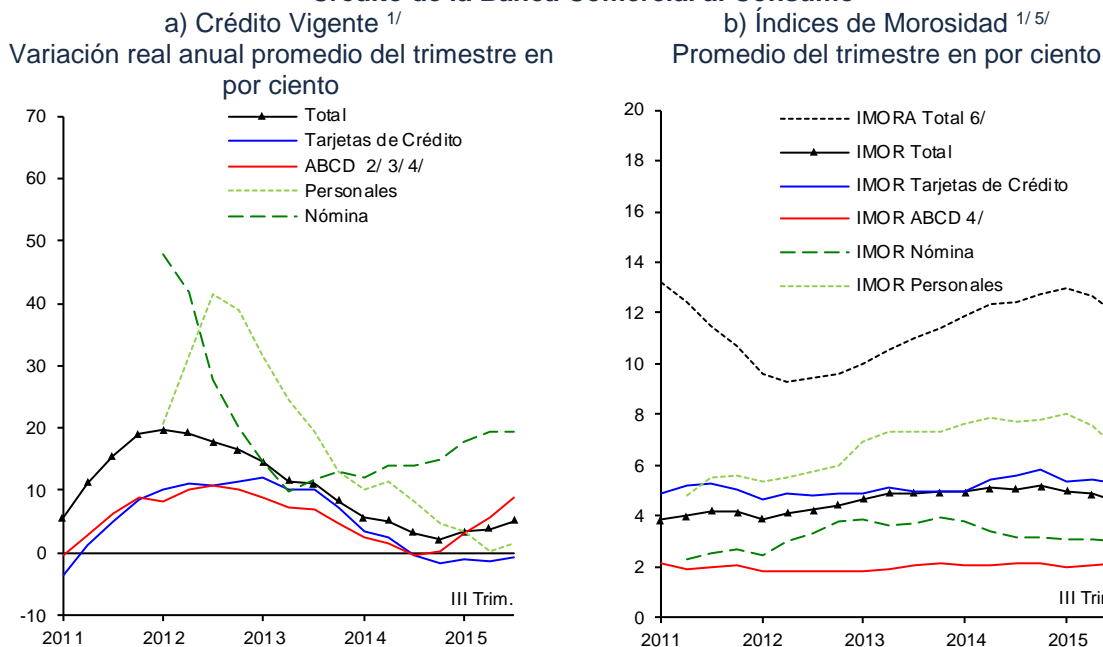
El crédito al consumo otorgado por la banca comercial observó un incremento en su ritmo de expansión en el tercer trimestre de 2015 respecto del trimestre previo. La tasa de crecimiento real anual promedio del crédito al consumo fue de 5.1 por ciento en el periodo, lo que se compara con el 3.8 por ciento registrado el trimestre anterior (Gráfica 118a). Ello obedeció al dinamismo que se ha continuado observando en el segmento de crédito de nómina y a un aumento en la tasa de crecimiento del crédito para la adquisición de bienes de consumo duradero. En contraste, los créditos personales y de tarjetas continúan mostrando un crecimiento prácticamente nulo. Por su parte, las tasas de interés se mantuvieron sin cambios con relación al trimestre pasado, mientras que la calidad de la cartera ha mejorado, particularmente en el segmento de créditos personales. Esto último se reflejó en la

²⁸ El crédito de la banca comercial a la vivienda incluye aquel para la adquisición de vivienda nueva y usada, remodelaciones, pago de pasivos hipotecarios, crédito para liquidez, adquisición de terreno y construcción de vivienda propia.

evolución de los índices de morosidad que, si bien siguen en niveles elevados, registraron una disminución en el periodo de referencia (Gráfica 118b).

Gráfica 118

Crédito de la Banca Comercial al Consumo



1/ Incluye a las sofomes ER subsidiarias de instituciones bancarias y grupos financieros.

2/ Entre junio de 2010 y mayo de 2011, las cifras se ajustan para no verse distorsionadas por la compra de cartera automotriz de una institución bancaria.

3/ A partir de julio de 2011 las cifras se ajustan para no verse distorsionadas por la reclasificación de ABCD a otros créditos al consumo por parte de una institución bancaria.

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

5/ El índice de morosidad (IMOR) se define como el saldo de la cartera vencida entre el saldo de la cartera total.

6/ El índice de morosidad ajustado (IMORA) se define como el saldo de la cartera vencida más castigos acumulados en los últimos 12 meses entre el saldo de la cartera total más castigos acumulados en los últimos 12 meses.

Fuente: Banco de México.

En suma, el financiamiento al sector privado no financiero ha evolucionado en congruencia con el desempeño de la actividad económica. Hacia adelante, en la medida en que se consolide la recuperación de la actividad productiva, se esperaría un aumento gradual de la demanda de recursos financieros por parte del sector privado. En este contexto, resulta relevante elaborar un ejercicio prospectivo de fuentes y usos de recursos financieros de la economía que ilustre los factores que podrían apoyar o limitar el financiamiento al sector privado hacia el cierre de 2015 y de 2016 (Cuadro 6). En particular:

- i. Tomando en consideración la evolución observada de las fuentes de recursos financieros hasta el tercer trimestre del año, para el cierre de 2015 se estima que estas sean equivalentes a 7.0 por ciento del PIB, cifra inferior al 10.2 por ciento observado en 2014. Ello, resultado principalmente de una desaceleración de las fuentes externas, como reflejo de los menores recursos del exterior canalizados a las economías emergentes. En lo que se refiere a la utilización de los recursos financieros, se proyecta que el flujo anual de financiamiento al sector privado sea de 2.6 por ciento del PIB, ligeramente superior al de 2.4 por ciento registrado en 2014. Lo anterior, debido a que, no obstante la mencionada desaceleración en las fuentes, la desacumulación esperada de reservas internacionales habrá liberado

recursos para el sector privado, a lo que también contribuiría el menor uso de recursos por parte del sector público. Al respecto, se prevé que los recursos destinados al sector público –la suma de los RFSP y el financiamiento a los estados y municipios– registren una disminución respecto del cierre de 2014, pasando de 4.8 a 4.4 por ciento del PIB en 2015.

- ii. Para 2016, se anticipan mayores fuentes de recursos financieros respecto del cierre de 2015, incrementándose su flujo anual a 8.1 por ciento del PIB. Ello reflejaría un aumento de las fuentes internas, toda vez que las externas continuarían presentando un flujo reducido. Esto último, en congruencia con la incertidumbre que se espera prevalezca en los mercados financieros internacionales dado el entorno descrito en este Informe. En relación con el uso de recursos financieros, a partir de las previsiones que la Secretaría de Hacienda y Crédito Público presentó en los Criterios Generales de Política Económica 2016, se anticipa que el financiamiento al sector público disminuya de 4.4 a 3.8 por ciento del PIB, lo que permitiría una canalización de recursos financieros al sector privado equivalente a 2.8 por ciento del producto, ligeramente por arriba del flujo de 2.6 por ciento que se anticipa para 2015. Esto, aun considerando una ligera acumulación de reservas internacionales.

Los resultados del ejercicio anterior muestran que, en un contexto de condiciones financieras más astringentes –particularmente de los mercados financieros externos–, es de fundamental importancia para el país continuar con el proceso de consolidación fiscal. Ello, además de garantizar la sostenibilidad de la deuda pública, evitará presionar a los mercados de fondos prestables en México. En particular, el fortalecimiento de las finanzas públicas contribuiría a la reducción de las primas de riesgo, lo que atenuaría en parte el incremento de las tasas de interés que pudiera observarse derivado de un entorno internacional en el que prevalezca una elevada incertidumbre y políticas monetarias más restrictivas por parte de algunos países avanzados, como Estados Unidos y el Reino Unido.

Cuadro 6
Fuentes y Usos de Recursos Financieros de la Economía
 Porcentaje del PIB

	Flujos anuales						
	2010	2011	2012	2013	2014	2015 ^{e/}	2016 ^{e/}
Total de Recursos	9.4	10.1	9.8	8.5	10.2	7.0	8.1
Fuentes Internas	4.1	5.7	4.4	4.7	5.8	5.3	6.1
M4 Voluntario	2.6	4.2	3.0	4.1	4.2	3.9	4.7
M4 Obligatorio	1.5	1.5	1.4	0.7	1.7	1.4	1.4
Fuentes Externas	5.3	4.4	5.5	3.7	4.3	1.7	2.0
M4 no Residentes	2.9	3.0	4.5	1.3	2.3	0.1	0.3
Valores y Crédito del Exterior ^{1/}	2.4	1.4	1.0	2.4	2.0	1.6	1.7
Total de Usos	9.4	10.1	9.8	8.5	10.2	7.0	8.1
Reserva Internacional ^{2/}	2.2	2.4	1.8	1.0	1.3	-1.4	0.5
Financiamiento al Sector Público	4.3	3.7	4.2	4.1	4.8	4.4	3.8
Requerimientos Financieros del Sector Público (RFSP) ^{3/}	3.9	3.4	3.8	3.7	4.6	4.1	3.5
Estados y Municipios	0.4	0.3	0.5	0.4	0.2	0.3	0.3
Financiamiento al Sector Privado	2.7	3.6	3.0	3.9	2.4	2.6	2.8
Externo	0.7	0.8	0.6	1.5	0.7	0.2	0.3
Interno ^{4/}	2.0	2.8	2.4	2.4	1.7	2.4	2.5
Otros Conceptos ^{5/}	0.3	0.4	0.8	-0.6	1.7	1.5	1.0

Nota: La suma de las partes puede no coincidir con el total debido al redondeo. Cifras expresadas en por ciento del PIB nominal promedio anual. En la información de flujos (revalorizados) se elimina el efecto de las variaciones del tipo de cambio.

e/ Cifras estimadas. Se expresan en por ciento del PIB nominal promedio anual estimado por el Banco de México.

1/ Incluye el endeudamiento externo del Gobierno Federal, de organismos y empresas públicas y PIDIREGAS externos, los pasivos externos de la banca comercial y el financiamiento al sector privado no financiero.

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

3/ De 2010 a 2014, los Requerimientos Financieros del Sector Público (RFSP) corresponden a los datos reportados por la SHCP. Los datos de 2015 y 2016 corresponden a los publicados en los Criterios Generales de Política Económica 2016.

4/ Cartera total de los intermediarios financieros, del Instituto del Fondo Nacional de la Vivienda para los Trabajadores (Infonavit) y del Fondo de la Vivienda del ISSSTE (Fovissste), así como la emisión de deuda interna.

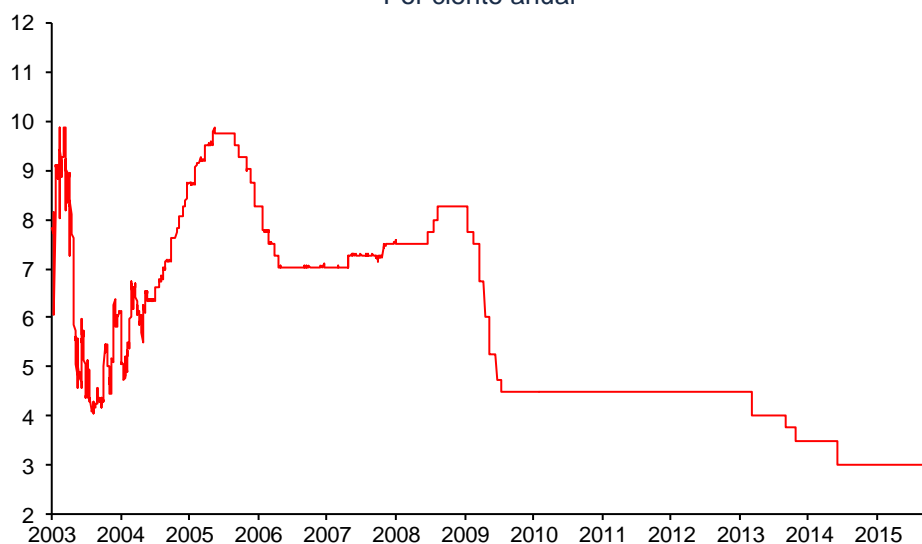
5/ Incluye cuentas de capital y resultados y otros activos y pasivos de la banca comercial y de desarrollo, del Banco de México, de los intermediarios financieros no bancarios y del Infonavit, pasivos no monetarios del IPAB, así como el efecto del cambio en la valuación de los instrumentos de deuda pública, entre otros conceptos.

Fuente: Banco de México.

4. Política Monetaria y Determinantes de la Inflación

Durante el periodo que cubre este Informe, la Junta de Gobierno decidió mantener en 3 por ciento el objetivo para la Tasa de Interés Interbancaria a un día, en virtud de que estimó que la postura monetaria vigente es conducente a consolidar la convergencia de la inflación al objetivo de 3 por ciento (Gráfica 119). Al respecto conviene señalar que, ante una coyuntura económica sumamente difícil, la conducción de la política monetaria en México requirió que el Instituto Central ponderara factores encontrados internos y externos para definir la postura apropiada.

Gráfica 119
Objetivo de la Tasa de Interés Interbancaria a 1 Día ^{1/}
Por ciento anual



^{1/} Hasta el 20 de enero de 2008 se muestra la Tasa de Interés Interbancaria a 1 día.

Fuente: Banco de México.

Entre los elementos que se tomaron en consideración para fundamentar las decisiones de política monetaria destacan los siguientes. En cuanto a los factores internos:

- a) Estando la inflación ya por debajo de 3 por ciento experimentó descensos adicionales y continuó registrando nuevos mínimos históricos, anticipándose que siga por debajo de 3 por ciento durante el resto de 2015 y cerca de ese nivel en 2016 y 2017.
- b) Dado que la actividad económica en México ha continuado presentando un ritmo de crecimiento moderado, perduran condiciones de holgura en el mercado laboral y en la economía en su conjunto, por lo que no se anticipan presiones generalizadas sobre los precios provenientes de la demanda agregada ni de los mercados de insumos.
- c) Hasta ahora, el traspaso de la depreciación del tipo de cambio se ha visto reflejado, principalmente, en un aumento en los precios de los bienes durables, sin que ello haya dado lugar a efectos de segundo orden en el proceso de formación de precios en la economía.

- d) Las expectativas de inflación para el cierre de este año continúan disminuyendo, ubicándose su media por debajo de 3 por ciento, mientras que las correspondientes al cierre de 2016 y a mayores plazos siguen ancladas.

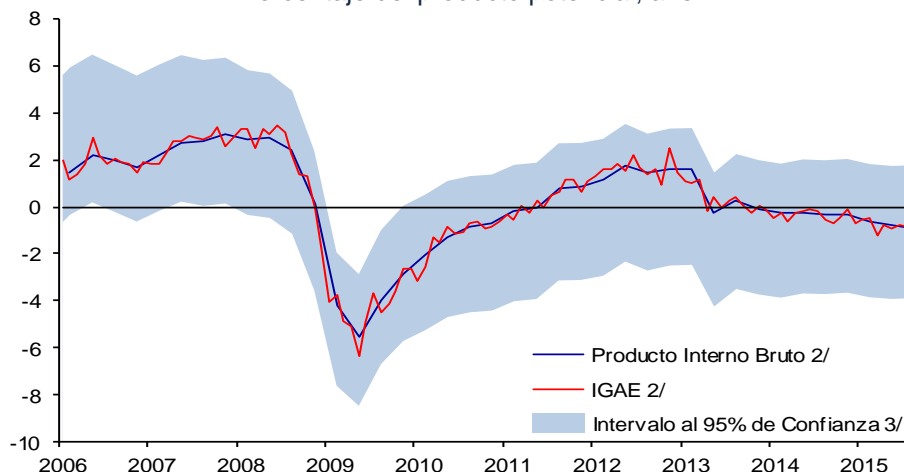
En cuanto a los factores externos:

- e) El peso, al igual que otras monedas de economías emergentes, registró una depreciación adicional ante la posible subida de tasas de interés por parte de la Reserva Federal. Ello significaba un riesgo por el efecto que pudiese haber tenido sobre los precios y las expectativas de inflación, por lo que el Banco de México se mantuvo atento a que ello no sucediera.
- f) Elevada volatilidad en el precio del petróleo, con potencial de afectar el balance externo, las finanzas públicas y el tipo de cambio.

Profundizando en cuanto a los determinantes de la inflación, la actividad económica ha continuado registrando condiciones de holgura. En particular:

- i. La brecha del producto continúa en niveles negativos y se espera que siga así en el futuro previsible (Gráfica 120 y Gráfica 128b).
- ii. En el mercado laboral persisten condiciones de holgura de manera que los incrementos moderados que se presentaron en los principales indicadores salariales durante el periodo que cubre este Informe, junto con la tendencia creciente que ha exhibido la productividad laboral, contribuyeron a que los costos unitarios de la mano de obra para la economía en su conjunto hayan permanecido en niveles bajos (Gráfica 121).

Gráfica 120
Estimación de la Brecha del Producto ^{1/}
Porcentaje del producto potencial, a. e.



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

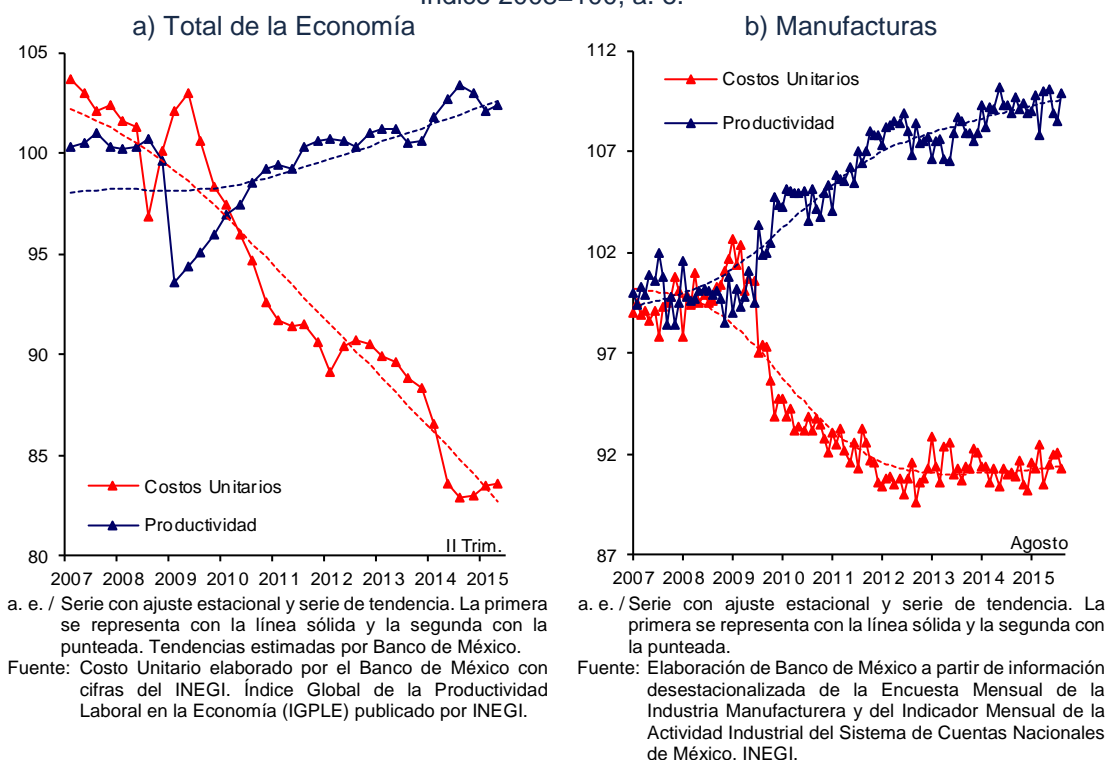
1/ Estimadas con el filtro de Hodrick-Prescott con corrección de colas; véase Informe sobre la Inflación Abril - Junio 2009, Banco de México, pág. 74.

2/ El dato del PIB del tercer trimestre de 2015 corresponde a la estimación oportuna publicada por el INEGI. Cifras del IGAE a agosto de 2015.

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

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

Gráfica 121
Productividad y Costo Unitario de la Mano de Obra
 Índice 2008=100, a. e.



En lo referente al comportamiento de las expectativas de inflación provenientes de la encuesta que levanta el Banco de México entre especialistas del sector privado, la mediana de aquellas para el cierre de 2015 continuó disminuyendo, al pasar de 3.0 a 2.7 por ciento entre las encuestas de mayo y octubre de 2015.²⁹ Al interior de esta previsión destaca que tanto la mediana de las expectativas de inflación subyacente como la correspondiente a la inflación no subyacente implícita en dichas medianas, se redujeron de 2.7 a 2.6 por ciento y de 4.1 a 2.8 por ciento, respectivamente (Gráfica 122a). Por su parte, la mediana de las expectativas de la inflación general para el cierre de 2016 se mantuvo alrededor de 3.4 por ciento en el mismo periodo.³⁰ En particular, la mediana de aquellas para el componente subyacente continuó en 3.1 por ciento, mientras que las expectativas implícitas para el componente no subyacente se redujeron ligeramente de 4.7 a 4.6 por ciento (Gráfica 122b). Por último, las correspondientes a mayores plazos disminuyeron de 3.5 a 3.4 por ciento en las referidas encuestas (Gráfica 122c).³¹

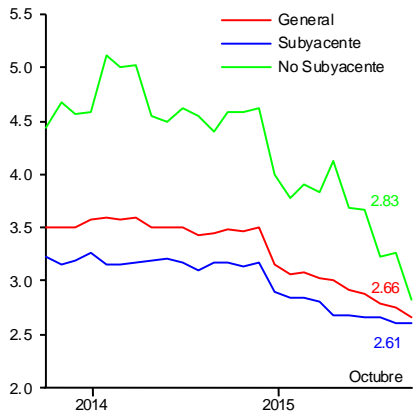
²⁹ La mediana de la expectativa de inflación general para el cierre de 2015 con base en la Encuesta de Expectativas de Analistas de Mercados Financieros de Banamex registró un comportamiento similar al disminuir de 3.0 a 2.7 por ciento entre las encuestas del 20 de mayo y del 20 de octubre de 2015.

³⁰ De igual manera, la mediana de la expectativa de inflación general para el cierre de 2016 de la Encuesta de Banamex se mantuvo alrededor de 3.4 por ciento entre las encuestas del 20 de mayo y del 20 de octubre de 2015.

³¹ Por lo que respecta a la mediana de las expectativas de inflación de largo plazo de la Encuesta de Banamex (correspondientes al periodo 2017 - 2021), esta se ha mantenido, en promedio, alrededor de 3.5 por ciento entre las encuestas del 20 de mayo y del 20 de octubre de 2015.

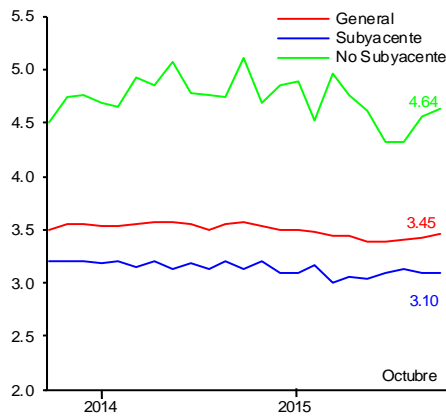
Gráfica 122
Expectativas de Inflación
Por ciento

a) Medianas de Expectativas de Inflación General, Subyacente y No Subyacente al Cierre de 2015

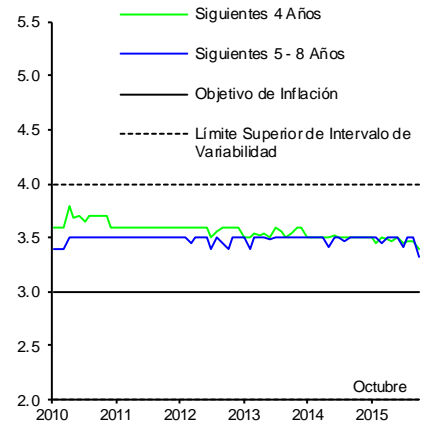


Fuente: Encuesta de Banco de México.

b) Medianas de Expectativas de Inflación General, Subyacente y No Subyacente al Cierre de 2016



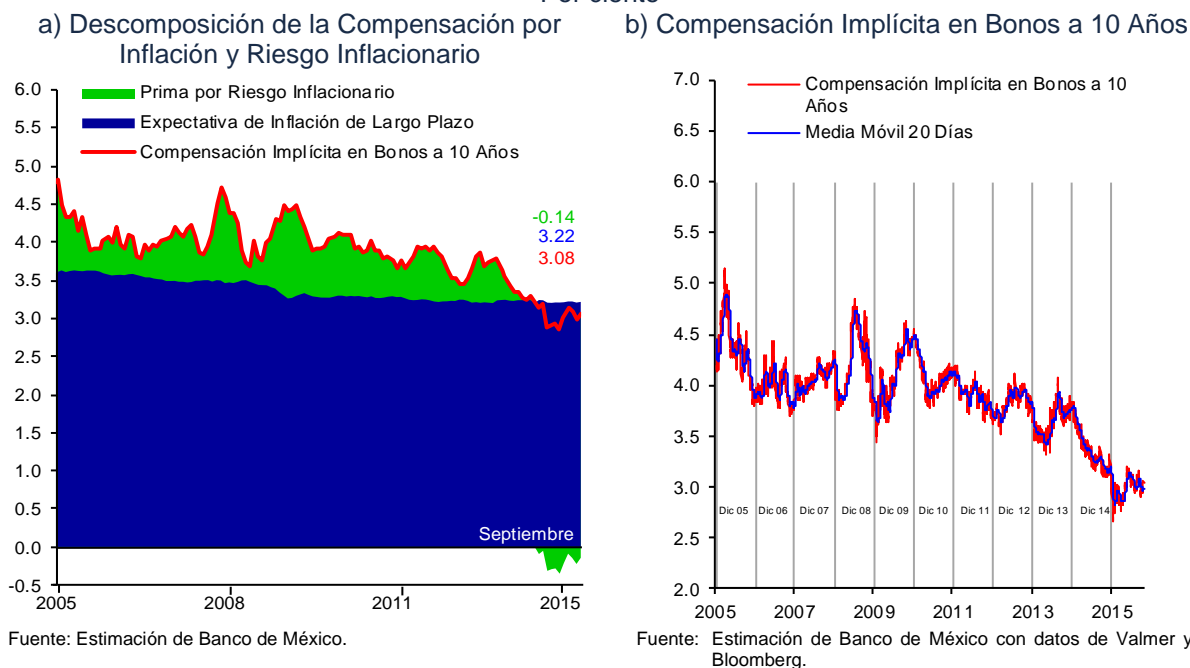
c) Medianas de Expectativas de Inflación General a Distintos Plazos



Respecto a la evolución de las expectativas de inflación implícitas en las cotizaciones de instrumentos de mercado a 10 años, esta siguió ubicándose alrededor de 3.2 por ciento entre mayo y septiembre de 2015, mientras que la prima por riesgo inflacionario se ajustó, de -20 a -15 puntos base aproximadamente (Gráfica 123a).³² De esta forma, aunque la compensación por inflación y riesgo inflacionario (diferencia entre las tasas de interés nominales y reales de largo plazo) se incrementó en aproximadamente 5 puntos base durante el periodo de referencia, aún permanece en niveles bajos, cercanos a su mínimo histórico (Gráfica 123b), lo que refleja que los tenedores de instrumentos con tasas de interés nominales siguen demandando una compensación por inflación y riesgo inflacionario relativamente baja en los bonos del gobierno mexicano.

³² Para una descripción de la estimación de las expectativas de inflación de largo plazo ver el Recuadro "Descomposición de la Compensación por Inflación y Riesgo Inflacionario" en el Informe Trimestral Octubre - Diciembre 2013.

Gráfica 123
Expectativas de Inflación
Por ciento



Como resultado de los elevados niveles de volatilidad registrados en los mercados financieros internacionales, durante el tercer trimestre del año se observó una apreciación generalizada del dólar estadounidense frente a la mayoría de las divisas, así como reducciones importantes en los precios de las materias primas y pérdidas en los mercados accionarios en prácticamente todo el mundo. Sin embargo, en octubre se revirtió parte de dichos ajustes. En este entorno, si bien los mercados nacionales se vieron afectados, continuaron funcionando de manera ordenada.

El peso mexicano, al igual que otras monedas de economías emergentes, registró en el tercer trimestre una depreciación adicional frente al dólar estadounidense alcanzando niveles por arriba de 17 pesos por dólar. Posteriormente, en octubre revirtió parte de dicha depreciación para ubicarse alrededor de 16.50 pesos por dólar, aunque con cierta volatilidad. Así, entre finales de junio y principios de noviembre de 2015, la moneda nacional registró una depreciación de 5.8 por ciento al pasar de niveles de alrededor de 15.6 a 16.5 pesos por dólar (Gráfica 124a).

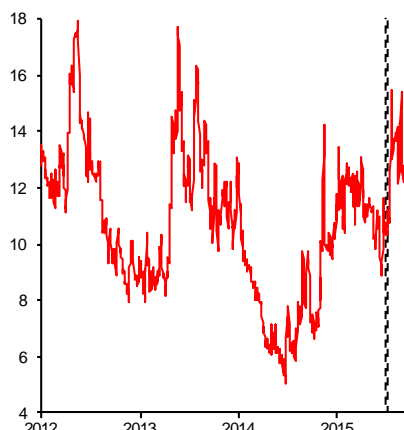
Gráfica 124
Tipo de Cambio, Volatilidad Implícita del Tipo de Cambio y Volumen de Operación del Mercado Cambiario

a) Tipo de Cambio Nominal y Expectativas del Tipo de Cambio al Cierre de 2015 y 2016 ^{1/} Pesos por dólar



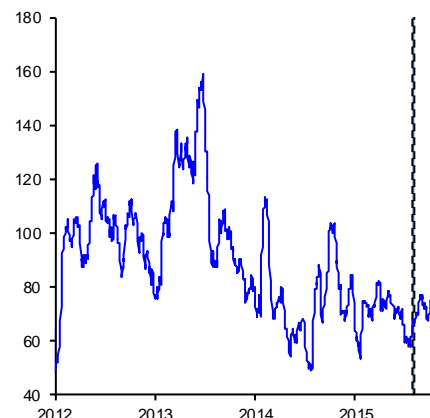
^{1/} El tipo de cambio observado es el dato diario del tipo de cambio FIX. El último dato corresponde al 30 de noviembre de 2015.
 Fuente: Banco de México.

b) Volatilidad Implícita en Opciones de Tipo de Cambio ^{1/} Por ciento



^{1/} La volatilidad implícita en opciones del tipo de cambio se refiere a opciones a un mes.
 Nota: La línea negra corresponde al anuncio de la Comisión de Cambios del 30-jul-15.
 Fuente: Bloomberg.

c) Volumen Operado en el Mercado Cambiario Índice 02-jul-08=100, Media móvil de 20 días



Nota: La línea negra corresponde al anuncio de la Comisión de Cambios del 30-jul-15.
 Fuente: Banco de México y Reuters.

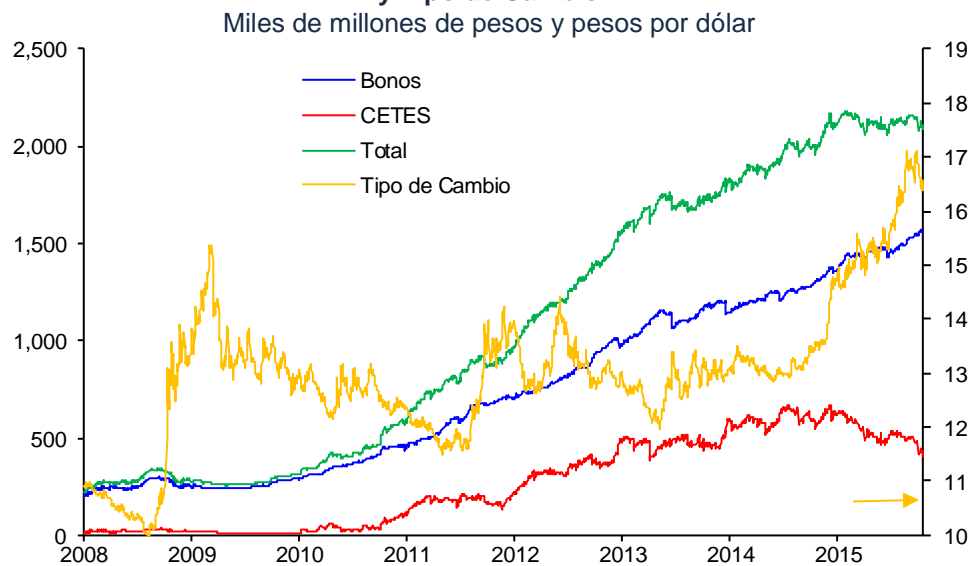
En este contexto, y pese a la volatilidad registrada en los mercados financieros, la tenencia de valores gubernamentales de no residentes se mantuvo relativamente estable y no se observó una reducción neta de posiciones en títulos del Gobierno Federal por parte de inversionistas institucionales. Al respecto, conviene señalar que la tenencia de instrumentos de corto plazo por parte de estos inversionistas se redujo, mientras que la de aquellos de mediano y largo plazo continuó incrementándose (Gráfica 125). No obstante, el ajuste en la exposición de riesgos del portafolio de los inversionistas y de las empresas mexicanas dio lugar a una mayor demanda por coberturas cambiarias, lo cual contribuyó a la depreciación de la moneda nacional.

En virtud de la volatilidad observada en los mercados financieros internacionales, el 30 de julio la Comisión de Cambios decidió reforzar los mecanismos para proveer de liquidez al mercado cambiario nacional para reducir la probabilidad de que presiones adicionales pudiesen perturbar su funcionamiento ordenado.³³ Específicamente, incrementó de 52 a 200 millones de dólares el monto a ofrecer en las subastas de dólares sin precio mínimo y disminuyó el precio mínimo de las subastas de dólares correspondientes (de uno equivalente a un tipo de cambio 1.5 por ciento mayor al tipo de cambio FIX determinado el día hábil anterior a otro equivalente a un tipo de cambio 1 por ciento mayor a dicho tipo de cambio). El 28 de septiembre, extendió la vigencia de dichas subastas hasta el 30 de noviembre de este año y expresó que continuará evaluando las condiciones de operación del mercado cambiario para ajustar los mecanismos citados en caso de que resultara conveniente. Al respecto, cabe señalar que, desde su inicio el 9 de diciembre de 2014, el mecanismo de subasta de dólares con precio mínimo se ha activado en

³³ Véanse los comunicados de prensa de la Comisión de Cambios del 30 de julio y del 28 de septiembre de 2015.

quince ocasiones, lo que ha implicado un monto asignado por un total de 2,709 millones de dólares. Por su parte, el monto asignado a través de la subasta de dólares sin precio mínimo asciende a 18,296 millones de dólares (del 11 de marzo del presente año a la fecha). Estos mecanismos han contribuido a estabilizar las condiciones en el mercado cambiario nacional. Esto, en combinación con otros factores, contribuyó a un mejor desempeño de los indicadores de volatilidad, que han dejado de incrementarse, y a que el volumen de operación haya dejado de disminuir (Gráfica 124b y Gráfica 124c), además de que se cortó la tendencia hacia la depreciación de la moneda nacional.

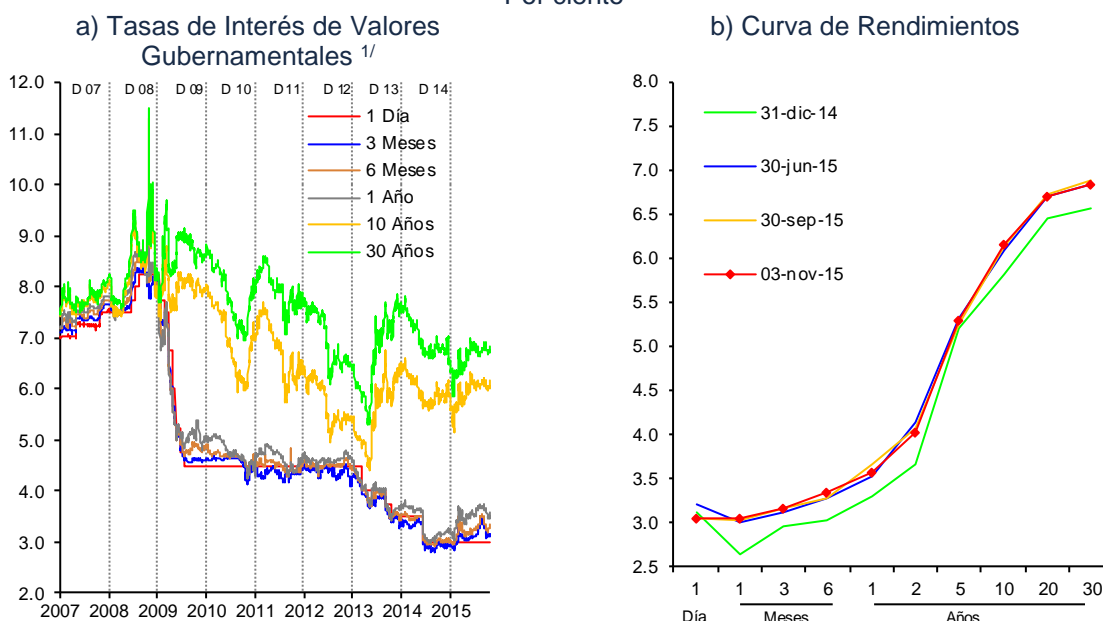
Gráfica 125
Tenencia de Valores Gubernamentales de Residentes en el Extranjero
y Tipo de Cambio



Fuente: Banco de México.

Las tasas de interés en México mostraron disminuciones, si bien con cierta volatilidad. Por un lado, aquellas para horizontes de corto y mediano plazo registraron durante la primera parte del tercer trimestre incrementos generalizados y posteriormente disminuciones hasta niveles iguales o incluso menores a los observados al inicio del periodo que cubre este Informe. Estas variaciones estuvieron asociadas a cambios en las perspectivas de los agentes económicos respecto a posibles ajustes en la postura de política monetaria en México y en los Estados Unidos. Así, después de aumentar alrededor de 40 puntos base durante el periodo de referencia, la tasa de los bonos soberanos con vencimiento a 3 meses aumentó de 3.1 a 3.5 por ciento entre junio y septiembre para luego regresar a 3.1 por ciento a principios de noviembre. Por su parte, las tasas para horizontes de más largo plazo mostraron mayor estabilidad e incluso disminuyeron ligeramente durante el mismo periodo. Específicamente, la tasa de interés de los bonos con vencimiento a 10 años se redujo cerca de 10 puntos base al pasar de 6.2 a 6.1 por ciento de finales de junio a principios de noviembre de este año (Gráfica 126a). De este modo, la pendiente de la curva de rendimientos (que se aproxima con la diferencia entre la tasa a 10 años y la tasa a 3 meses) registró una disminución de aproximadamente 10 puntos base al pasar de 310 a 300 puntos base en el mismo periodo (Gráfica 126b).

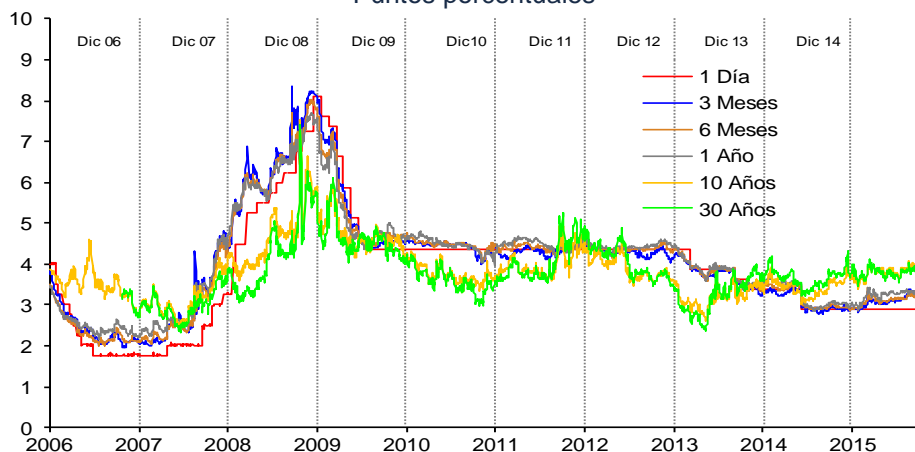
Gráfica 126
Tasas de Interés en México
Por ciento



1/ A partir del 21 de enero de 2008, la tasa de interés a 1 día corresponde al objetivo para la Tasa de Interés Interbancaria a 1 día.
Fuente: Proveedor Integral de Precios (PiP).

Los diferenciales de tasas de interés entre México y Estados Unidos registraron comportamientos diferenciados. En particular, mientras los correspondientes a corto y mediano plazo regresaron a niveles similares a los observados al inicio del periodo de referencia o incluso disminuyeron después de haberse incrementado de manera importante, aquellos para horizontes de largo plazo presentaron un incremento dado que la disminución en las tasas de interés en Estados Unidos fue mayor. De este modo, el diferencial de tasas de interés a 10 años se incrementó de alrededor de 375 a 395 puntos base en el periodo que cubre este Informe (Gráfica 127).

Gráfica 127
Diferenciales de Tasas de Interés entre México y Estados Unidos^{1/}
Puntos porcentuales



1/ Para la tasa objetivo de Estados Unidos se considera el promedio del intervalo considerado por la Reserva Federal.
Fuente: Proveedor Integral de Precios (PiP) y Departamento del Tesoro Norteamericano.

Hacia adelante, es posible que la volatilidad en los mercados internacionales continúe. Por consiguiente, es fundamental mantener un marco macroeconómico sólido en nuestro país, para lo cual será necesario concretar los esfuerzos recientemente planteados en el ámbito fiscal, ajustar la postura de política monetaria de ser necesario y continuar implementando adecuada y oportunamente las reformas estructurales. Ello contribuirá a mantener la confianza en la economía de México, distinguiéndola de otras economías emergentes, de tal forma que el componente de riesgo país en las tasas de interés permanezca en general en niveles bajos, lo cual será crucial ante un entorno externo en el que las condiciones financieras serán más astringentes.

5. Previsiones para la Inflación y Balance de Riesgos

A continuación se presenta el escenario macroeconómico previsto para la economía mexicana, para el resto de 2015, 2016 y 2017 el cual se sustenta en el análisis expuesto en este Informe para el entorno externo y la evolución de la actividad económica nacional.

Crecimiento de la Economía Nacional: Para 2015, considerando que se cuenta con mayor información respecto a la evolución de la economía en el año, se reduce la amplitud del intervalo de pronóstico para el crecimiento del PIB de México de entre 1.7 y 2.5 por ciento en el Informe precedente a uno de 1.9 a 2.4 por ciento en el actual. Para 2016, se anticipa que la expansión del PIB se ubique entre 2.5 y 3.5 por ciento, mismo intervalo que en el Informe previo. Para 2017, se estima que la tasa de crecimiento se encuentre entre 3.0 y 4.0 por ciento (Gráfica 128a).

Estas previsiones toman en cuenta que en 2015 el crecimiento de la actividad económica en México ha sido bajo, y que continúe expandiéndose a un ritmo moderado en lo que resta del año. En particular, se anticipa que la evolución de la demanda externa sea modesta debido a un bajo dinamismo esperado para la producción industrial de Estados Unidos.³⁴ Adicionalmente, se espera que la demanda interna mantenga una expansión moderada.

Para 2016, se sigue anticipando que la actividad industrial de Estados Unidos registre un mayor crecimiento que en el presente año y, consecuentemente, que sea un impulso para las exportaciones manufactureras de México. Dicha recuperación en la producción industrial estadounidense se espera esté impulsada por el desvanecimiento del efecto de la apreciación reciente del dólar estadounidense y por el hecho de que no sería de esperarse una contracción como la que tuvo lugar al inicio de 2015 en el sector energético a raíz de la disminución en el precio del petróleo. Además, se continúa previendo que la recuperación del sector externo apoye la expansión de la demanda interna en México, a lo cual también podría contribuir un efecto positivo de las reformas estructurales. Cabe señalar también que este pronóstico considera que la plataforma de producción petrolera se mantendrá prácticamente sin cambio respecto al presente año.³⁵

Para 2017, se prevé que una mejoría más notoria en la actividad industrial de Estados Unidos y que avances subsecuentes en la implementación de las reformas estructurales se vean reflejados en un mayor impulso para la actividad económica en México.

Empleo: Para 2015, se prevé un aumento de entre 640 y 710 mil puestos de trabajo afiliados al IMSS, en comparación con la expectativa de un alza de entre 560 y 660 mil puestos en el Informe anterior, dado el comportamiento mejor al

³⁴ Las expectativas para la economía de Estados Unidos se basan en el consenso de los analistas encuestados por Blue Chip en octubre de 2015. Para la producción industrial en 2015, estas se revisan de un crecimiento anual de 1.9 por ciento en el Informe anterior a 1.6 por ciento en el Informe actual. Para 2016, el crecimiento de este indicador se ajusta de 2.7 por ciento reportado en el Informe precedente a 2.3 por ciento en el presente Informe. Para 2017, se prevé un crecimiento de 2.8 por ciento para dicho indicador.

³⁵ Esta previsión sobre la plataforma de producción petrolera se basa en los Criterios Generales de Política Económica (CGPE 2016), según los cuales se anticipa que esta alcance 2,262 miles de barriles diarios en 2015, 2,247 miles de barriles diarios en 2016 y 2,250 miles de barriles diarios en 2017.

previsto en lo que va del año y que la recuperación en este indicador ha sido más vigorosa que la de la actividad económica. Para 2016, también considerando este dinamismo mayor al de la economía, se revisa al alza el incremento esperado en el número de puestos afiliados al IMSS a entre 630 y 730 mil, respecto al previsto en el Informe anterior de entre 600 y 700 mil. Para 2017, se anticipa un aumento de entre 660 y 760 mil puestos de trabajo.

Cuenta Corriente: En lo que respecta a las cuentas externas, para 2015 se prevén déficits en la balanza comercial y en la cuenta corriente de 9.4 y de 30.3 miles de millones de dólares, respectivamente (0.8 y 2.6 por ciento del PIB, en el mismo orden). Para 2016, se esperan déficits en la balanza comercial y en la cuenta corriente de 6.6 y de 29.8 miles de millones de dólares, respectivamente (0.6 y 2.5 por ciento del PIB, en ese orden). Por su parte, para 2017 se esperan déficits en la balanza comercial y en la cuenta corriente de 9.4 y 34.9 miles de millones de dólares, respectivamente (0.7 y 2.7 por ciento del PIB, en el mismo orden).

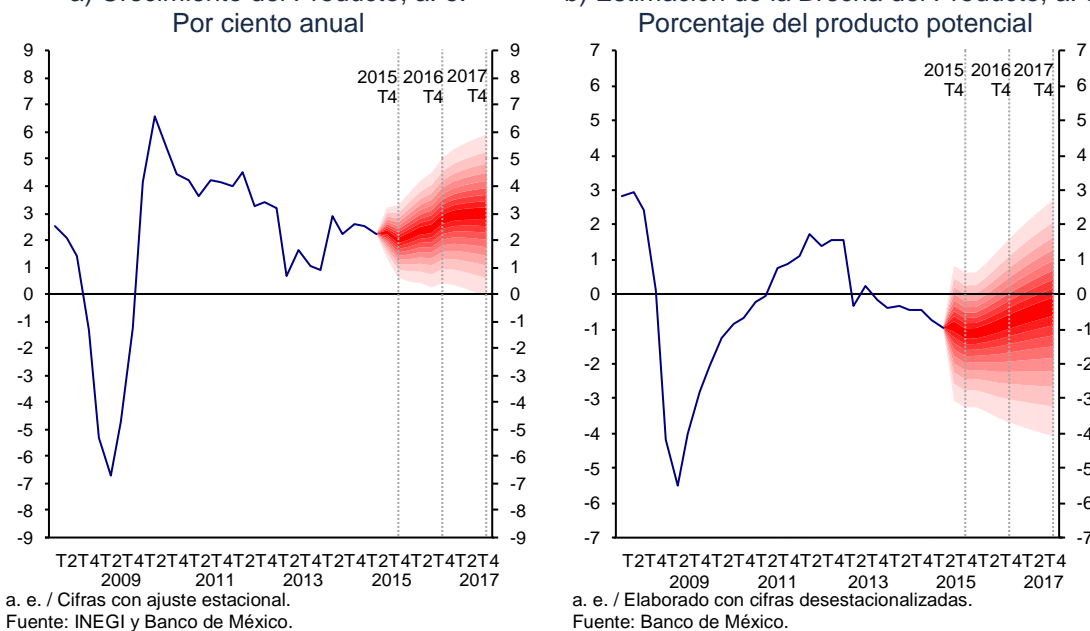
En un contexto de crecimiento moderado, no se anticipan presiones sobre la inflación ni sobre las cuentas externas provenientes del comportamiento de la demanda agregada. En particular, se anticipa que la brecha del producto se mantenga en terreno negativo en el horizonte de pronóstico, si bien cerrándose gradualmente (Gráfica 128b).

Gráfica 128

Gráficas de Abanico: Crecimiento del PIB y Brecha del Producto

a) Crecimiento del Producto, a. e.

b) Estimación de la Brecha del Producto, a. e.



El escenario de crecimiento para el PIB de México presentado en este Informe está sujeto a diversos riesgos. Entre aquellos a la baja se encuentran los siguientes:

- i. Un retraso en la recuperación del sector industrial en Estados Unidos, bien sea por un menor dinamismo de la economía mundial, o por una apreciación adicional del dólar.

- ii. Una nueva caída en la producción petrolera de México y/o en su precio.
- iii. Un deterioro de las condiciones en los mercados financieros internacionales que propicie un incremento en el costo financiero de las empresas, que a su vez afecte su balance.
- iv. Un deterioro adicional de la confianza de los agentes económicos ante la persistencia de una economía débil y/o falta de avances en el fortalecimiento del estado de derecho.
- v. Un menor dinamismo del sector automotriz a raíz de los problemas que algunos participantes del sector han experimentado a nivel global.

Entre los riesgos al alza para el crecimiento destacan:

- i. Que los avances en la implementación de las reformas estructurales tengan un efecto favorable sobre las expectativas de los inversionistas más rápido que lo previsto.
- ii. Una recuperación más acelerada que la esperada en Estados Unidos.

Inflación: Considerando la holgura que presenta la economía y la ausencia de presiones sobre los precios por el lado de la demanda, se anticipa que tanto la inflación general, como la subyacente, se mantengan por debajo de 3 por ciento en lo que resta de 2015. Para 2016, se contempla que ambos indicadores observen un incremento, ubicándose en niveles cercanos a 3 por ciento. Lo anterior reflejaría el desvanecimiento del efecto de choques de oferta favorables que tuvieron lugar en 2015 y el impacto de la depreciación del tipo de cambio en los precios de algunos bienes, mas no un deterioro generalizado de la dinámica de formación de precios. Para 2017, se anticipa que se desvanezcan estos efectos y se espera una moderada tendencia a la baja, ubicándose la inflación general y subyacente a finales del año más cerca de 3 por ciento (Gráfica 129 y Gráfica 130).

La previsión para la trayectoria de la inflación podría verse afectada por algunos riesgos, entre los que destacan los siguientes:

Al alza:

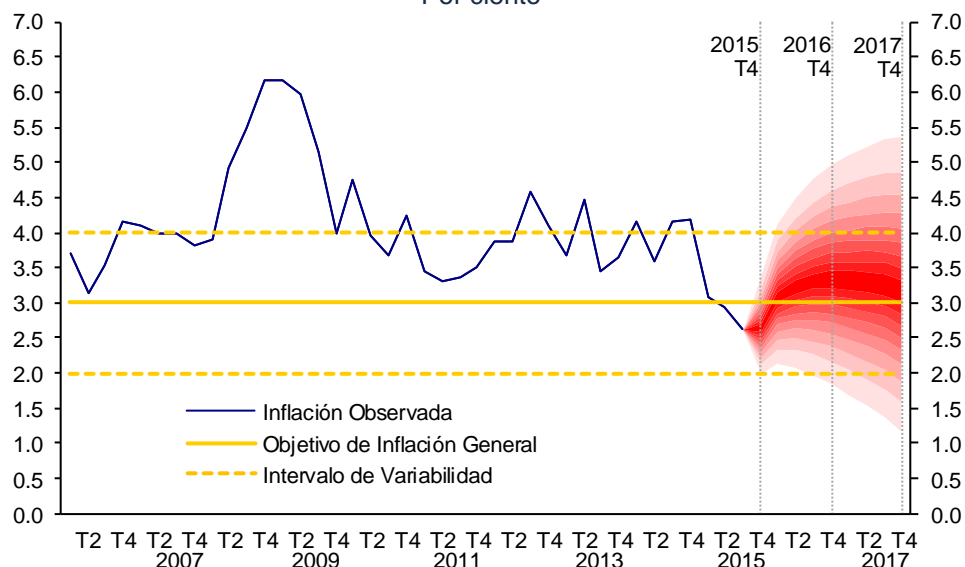
- i. Que ante un nuevo deterioro de las condiciones en los mercados financieros internacionales, el peso retome una tendencia hacia la depreciación que propicie aumentos de precios en un conjunto amplio de bienes y servicios derivado de una contaminación de las expectativas de inflación. Cabe señalar que, tal y como ha sucedido en el pasado, el Banco de México estará atento a que esto no ocurra.

A la baja:

- i. Un dinamismo de la actividad económica menor al esperado.

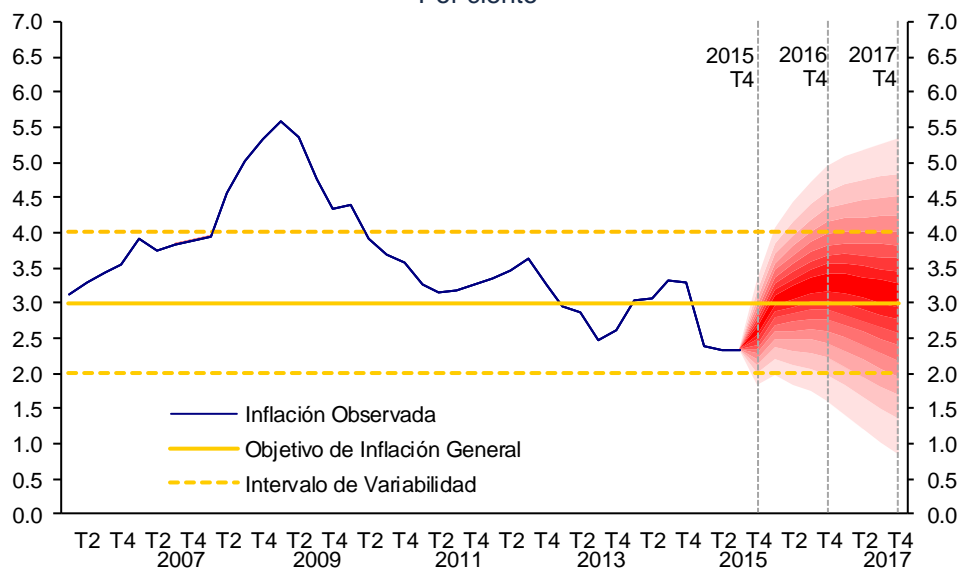
- ii. Que algunos insumos de uso generalizado sigan exhibiendo reducciones en sus precios, en algunos casos como resultado a la implementación de las reformas estructurales.
- iii. Que la cotización de la moneda nacional revierta parte de la depreciación que acumuló en los meses previos.

Gráfica 129
Gráfica de Abanico: Inflación General Anual ^{1/}
 Por ciento



^{1/} Promedio trimestral de la inflación general anual.
 Fuente: Banco de México e INEGI.

Gráfica 130
Gráfica de Abanico: Inflación Subyacente Anual ^{1/}
 Por ciento



^{1/} Promedio trimestral de la inflación subyacente anual.
 Fuente: Banco de México e INEGI.

Considerando lo expuesto en el presente Informe, la Junta de Gobierno del Banco de México permanecerá atenta al comportamiento de todos los determinantes de la inflación y de sus expectativas para horizontes de mediano y largo plazo, en particular a la postura monetaria relativa entre México y Estados Unidos, al traspaso de movimientos del tipo de cambio a los precios del consumidor, así como a la evolución del grado de holgura en la economía. Todo ello con la finalidad de estar en posibilidad de tomar las medidas necesarias con toda flexibilidad y en el momento en que las condiciones lo requieran, para consolidar la convergencia de la inflación al objetivo permanente de 3 por ciento.

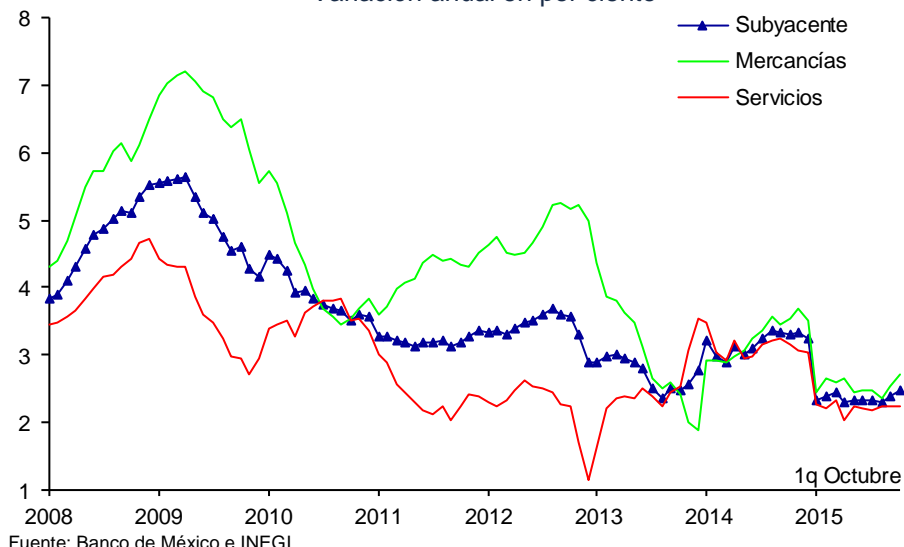
Tomando en consideración el complejo entorno internacional y las perspectivas de que este prevalezca en el futuro, es crucial mantener un marco macroeconómico sólido en México. Para ello es indispensable, además de ajustar la postura de política monetaria de ser necesario, concretar los esfuerzos recientemente planteados en el ámbito fiscal, así como continuar implementando adecuada y oportunamente las reformas estructurales. Lo anterior contribuirá a preservar un ambiente de confianza en torno a la economía mexicana, distinguiéndola de otras economías emergentes, de tal manera que el componente de riesgo país en las tasas de interés permanezca en niveles bajos. Ello será fundamental ante un entorno externo en el que las condiciones financieras serán más astringentes. Así, será posible seguir avanzando en la consolidación de una economía más sólida y resistente.

El panorama descrito en este Informe destaca la importancia que para México tiene el concentrarse en la generación de fuentes internas de crecimiento. En este sentido, la aprobación de las reformas estructurales fue un paso en la dirección correcta. En el corto plazo, dichas reformas pueden tener un efecto significativo en la inversión, como ya se ha comenzado a observar, y se prevé que ello continúe en los siguientes años. Sin embargo, su mayor contribución se espera sea en el largo plazo. Una adecuada instrumentación implicaría un cambio en el funcionamiento profundo de la economía, al modificar los incentivos de los agentes económicos y propiciar un ambiente de mayor competencia que nivele las oportunidades de participación en los mercados. Además, dichas reformas correctamente implementadas podrían lograr un aumento en el capital humano y facilitarían la adopción de nuevas tecnologías. Lo anterior, en conjunto con la mejor asignación de recursos que también se esperaría, permitiría alcanzar una mayor tasa de crecimiento de la productividad. No obstante, este proceso puede tomar tiempo, por lo que a pesar de que no sean evidentes de manera inmediata sus efectos benéficos, es necesario persistir en su adecuada implementación y estar vigilantes a que continúe el proceso de cambio.

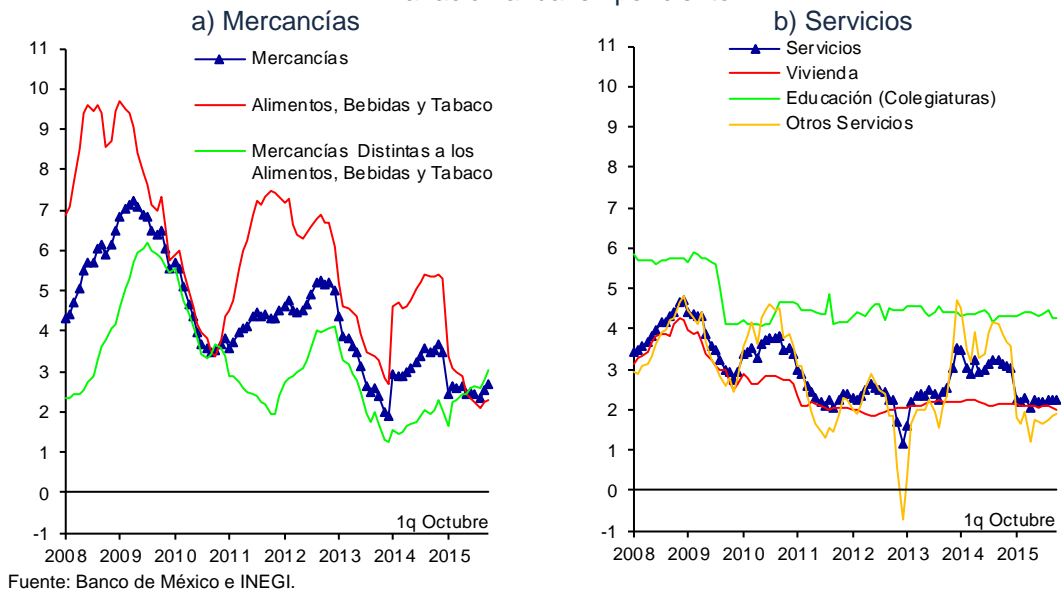
Finalmente, como se ha señalado en ocasiones anteriores, también es preciso el fortalecimiento de las instituciones y del estado de derecho, lo cual implica claramente un marco jurídico apropiado, pero sobre todo, su aplicación y cabal cumplimiento. Cabe resaltar que este fortalecimiento requiere también de un esfuerzo constante de la sociedad para que sus resultados se vean reflejados en un mayor crecimiento económico que redunde en un mayor bienestar para toda la población.

Anexo 1: Gráficas Complementarias de la Evolución Reciente de la Inflación

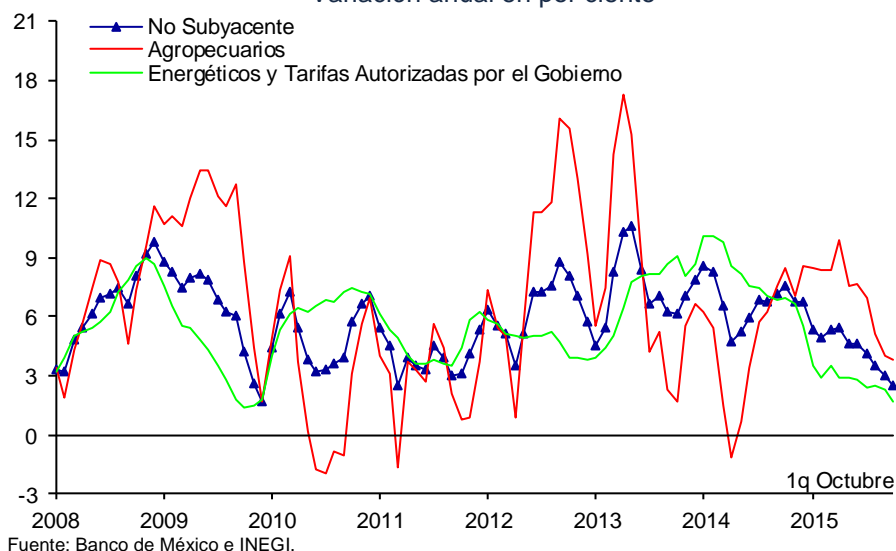
Gráfica A1
Índice de Precios Subyacente
 Variación anual en por ciento



Gráfica A2
Índice de Precios Subyacente: Mercancías y Servicios
 Variación anual en por ciento

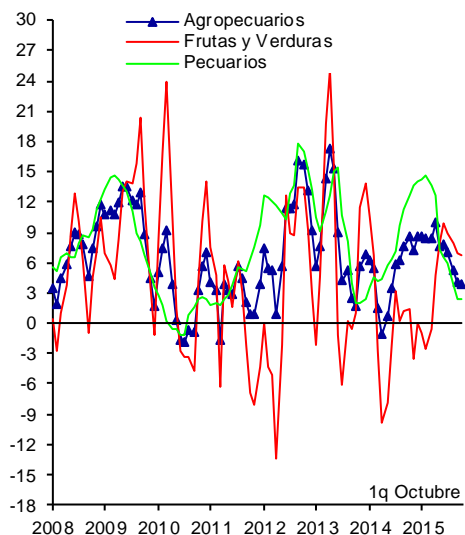


Gráfica A3
Índice de Precios No Subyacente
 Variación anual en por ciento

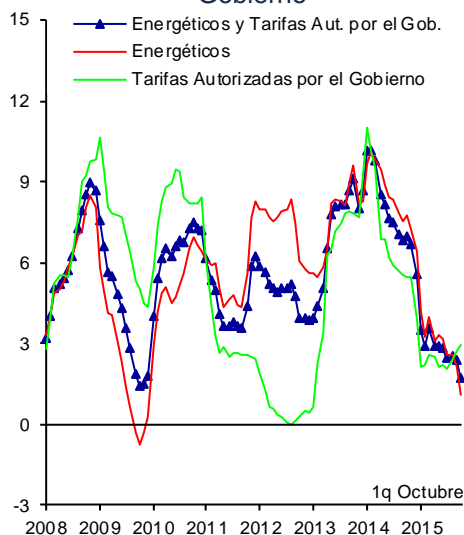


Gráfica A4
Índice de Precios No Subyacente
 Variación anual en por ciento

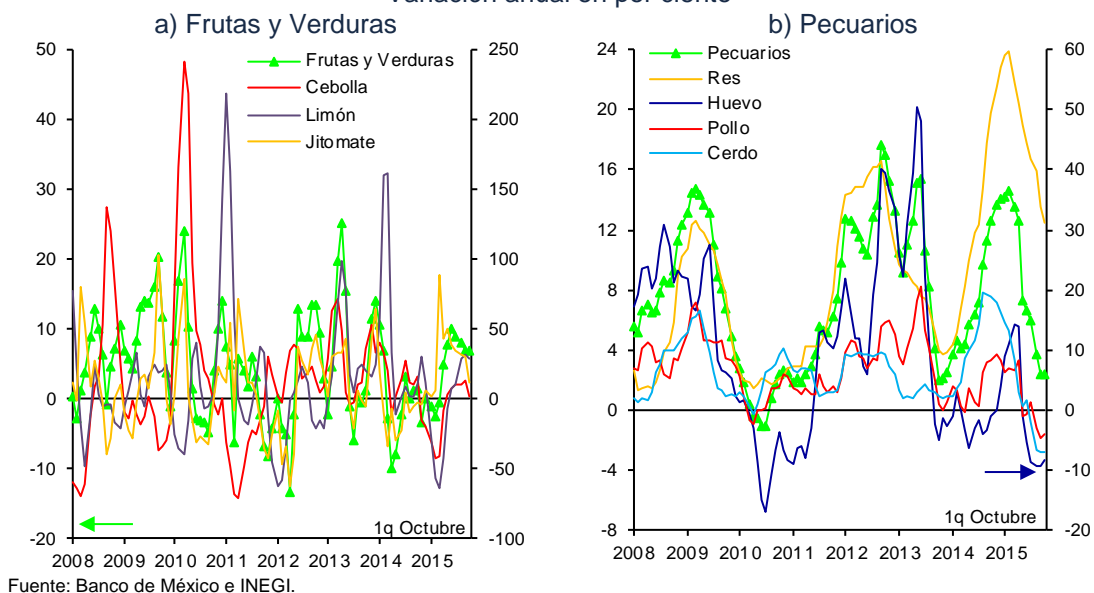
a) Agropecuarios



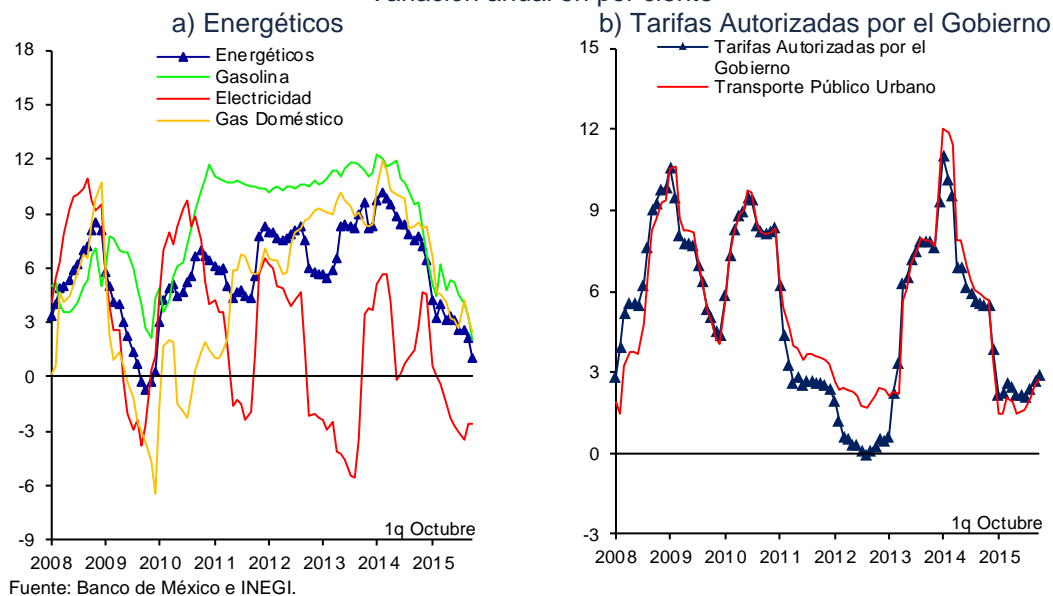
b) Energéticos y Tarifas Autorizadas por el Gobierno



Gráfica A5
Índice de Precios Agropecuarios
 Variación anual en por ciento



Gráfica A6
Índice de Precios de Energéticos y Tarifas Autorizadas por el Gobierno
 Variación anual en por ciento



Capítulo IV: Informe Trimestral Octubre - Diciembre 2015..... 197

CONTENIDO

1. Introducción	197
2. Evolución Reciente de la Inflación.....	201
2.1. La Inflación en el Cuarto Trimestre de 2015	201
2.2. Índice Nacional de Precios al Productor.....	209
3. Entorno Económico y Financiero Prevaliente en el Cuarto Trimestre de 2015.....	211
3.1. Condiciones Externas	211
3.1.1. Actividad Económica Mundial.....	212
3.1.2. Precios de las Materias Primas.....	215
3.1.3. Tendencias de la Inflación en el Exterior	215
3.1.4. Política Monetaria y Mercados Financieros Internacionales.....	217
3.2. Evolución de la Economía Mexicana.....	222
3.2.1. Actividad Económica	222
3.2.2. Mercado Laboral.....	238
3.2.3. Ahorro Financiero y Financiamiento en el País.....	240
4. Política Monetaria y Determinantes de la Inflación	251
4.1. Factores Internos en las Decisiones de Política Monetaria.....	252
4.2. Factores Externos en las Decisiones de Política Monetaria	255
4.3. Mercados Financieros Nacionales.....	258
5. Previsiones para la Inflación y Balance de Riesgos.....	263
Anexo 1: Gráficas Complementarias de la Evolución Reciente de la Inflación.....	269

RECUADROS

6. Análisis de la Evolución Reciente de las Exportaciones Manufactureras Mexicanas a Estados Unidos	226
7. Comportamiento Reciente del Mercado Mundial de Petróleo y sus Efectos sobre la Balanza Comercial Petrolera de México.....	233

Capítulo IV: Informe Trimestral Octubre - Diciembre 2015

1. Introducción

En congruencia con su mandato constitucional, la conducción de la política monetaria por parte del Banco de México se ha enfocado en procurar la estabilidad del poder adquisitivo de la moneda nacional, observando en todo momento que esta se alcance al menor costo posible para la sociedad en términos de actividad económica. Los esfuerzos que ha realizado este Instituto Central para lograr obtener un entorno de inflación baja y estable en México, contribuyeron a que en los primeros meses de 2015 la inflación general convergiera a la meta permanente de 3 por ciento y, desde mayo de ese año, se ubicara por debajo de la misma, cerrando 2015 en 2.13 por ciento, nivel mínimo histórico desde que se mide el INPC.

El comportamiento favorable de la inflación se dio en una coyuntura sumamente compleja. Durante 2015 e inicios de 2016, en el ámbito interno predominó un crecimiento económico moderado, sin que se presentaran presiones de demanda agregada sobre los precios y con un sólido anclaje de las expectativas de inflación. No obstante, el entorno internacional que ha enfrentado la economía mexicana se ha caracterizado desde hace ya varios años por una notoria debilidad en el ritmo de expansión de los niveles de actividad global, lo cual se ha manifestado en continuas revisiones a la baja en las expectativas de crecimiento. Asimismo, durante 2015 se registraron episodios recurrentes de volatilidad financiera, una continua tendencia a la baja en el precio del petróleo y un alto grado de incertidumbre acerca del momento y el ritmo con el que se normalizaría la postura monetaria en Estados Unidos. Esto último a su vez contrastaba con las expectativas de un mayor grado de estímulo monetario por parte de la mayoría del resto de las economías avanzadas. Este entorno adverso se recrudeció aún más en las primeras semanas de 2016. En efecto, si bien en diciembre del año anterior se llevó a cabo el primer ajuste al objetivo para la tasa de fondos federales de la Reserva Federal, lo cual disipó transitoriamente un elemento de incertidumbre en los mercados financieros, a inicios de 2016 se reforzó la tendencia a la baja en el precio internacional del petróleo, al tiempo que se observaron manifestaciones claras acerca de las dudas que existían en torno a las perspectivas de crecimiento y a la eficacia de las políticas económicas adoptadas en China. Asimismo, continuó prevaleciendo la expectativa de una marcada divergencia en las posturas monetarias de las economías avanzadas, aun ante la anticipación de que la normalización de la política monetaria en Estados Unidos sería más gradual, lo cual continuó elevando el valor del dólar estadounidense respecto de otras monedas, especialmente de economías emergentes.

Todo lo anterior redundó en un nuevo incremento de los niveles de aversión al riesgo y de volatilidad en los mercados financieros internacionales, dando lugar a depreciaciones generalizadas de las monedas de economías emergentes, así como a un deterioro de sus indicadores de riesgo soberano. Esto último, en parte, reflejó las señales de vulnerabilidad de algunos países emergentes importantes, tales como China, Brasil y Rusia. La referida volatilidad aumentó significativamente en la primera mitad de febrero, al tiempo que el entorno externo que enfrentó la economía mexicana siguió deteriorándose. En este contexto, la moneda nacional

continuó depreciándose, no únicamente como respuesta a factores que conducen a una depreciación del tipo de cambio real, tales como la caída en el precio del petróleo, sino también como resultado de la presencia de mecanismos de operación en los mercados financieros que tendieron a amplificar la respuesta negativa de la moneda nacional ante el entorno prevaleciente. Así, en las primeras semanas de 2016 el peso presentó una depreciación más marcada a la que ya se había observado en el cuarto trimestre de 2015, a pesar de que la Reserva Federal mantuvo sin cambios la tasa de fondos federales en su decisión de enero.

En este contexto, en cada una de sus decisiones de política monetaria, la Junta de Gobierno ha procurado balancear cuidadosamente la posible influencia que podrían tener tanto los factores internos, como los externos, sobre la inflación y sus expectativas, con el objeto de evitar que los distintos eventos mencionados anteriormente pusieran en riesgo el cumplimiento de la meta del Banco Central. Así, durante gran parte de 2015 el Banco de México mantuvo la tasa de referencia de política monetaria sin cambio en 3 por ciento, nivel históricamente bajo para dicha tasa. No obstante, ante el primer aumento de la tasa de fondos federales por parte de la Reserva Federal, la Junta de Gobierno del Banco de México, en su reunión de política monetaria del último mes de ese año, decidió realizar un ajuste al alza de 25 puntos base en el objetivo para la tasa de interés de referencia. De este modo, tomando en cuenta la integración y apertura comercial y financiera de México con el exterior y, particularmente, con Estados Unidos, el Instituto Central buscó evitar que el diferencial de las tasas de interés ajustado por riesgo con Estados Unidos se comprimiera. Por su parte, en su reunión del 4 de febrero, al igual que la Reserva Federal y considerando que el escenario central sobre el comportamiento de la inflación para el corto y el mediano plazo continuaba siendo congruente con la convergencia de esta a la meta permanente, decidió mantener sin cambio dicho objetivo. No obstante, a partir de esa reunión de política monetaria, la volatilidad en los mercados financieros internacionales se exacerbó y el entorno externo que enfrentó la economía mexicana siguió deteriorándose. Lo anterior tuvo un impacto negativo adicional sobre la cotización de la moneda nacional, aumentando con ello la probabilidad de que surgieran expectativas de inflación que no estuvieran en línea con la consolidación del objetivo permanente de 3 por ciento. Ante ello, en una reunión extraordinaria, la Junta de Gobierno decidió el 17 de febrero incrementar en 50 puntos base el objetivo para la tasa de interés de referencia a un nivel de 3.75 por ciento. Dicho ajuste formó parte de un conjunto de medidas anunciadas en coordinación con la Secretaría de Hacienda y Crédito Público y la Comisión de Cambios con el propósito de contribuir a reforzar los fundamentos económicos del país y coadyuvar a anclar el valor de la moneda nacional. En particular, la Comisión de Cambios decidió suspender las subastas diarias de moneda extranjera, anunciando a su vez que en casos excepcionales podría intervenir discrecionalmente en el mercado cambiario, ratificando que el elemento clave para procurar el anclaje de la moneda nacional sería la preservación de fundamentos macroeconómicos sanos. En ese contexto se debe evaluar el aumento en el objetivo de la tasa de interés de referencia, y el recorte de gasto anunciado por la Secretaría de Hacienda y Crédito Público por 132.3 miles de millones de pesos.

En cuanto a las condiciones internas que afectaron las decisiones de política monetaria, en el cuarto trimestre de 2015 la economía mexicana siguió mostrando un crecimiento sustentado en la expansión del consumo privado. En cambio, las exportaciones manufactureras continuaron estancadas como reflejo tanto de la

debilidad en la actividad industrial estadounidense, como de la menor demanda por productos mexicanos proveniente del resto del mundo, mientras que la inversión fija bruta redujo su dinamismo. Como resultado de lo anterior, en el cuarto trimestre de 2015 el PIB presentó una expansión menor a la del trimestre previo. En términos anuales la actividad productiva de México creció 2.5 por ciento en la totalidad de 2015. En este contexto, persistieron condiciones de holgura en la economía, si bien algunos indicadores sugieren que estas parecerían estar disminuyendo gradualmente. Así, no se han percibido presiones sobre los precios provenientes de la demanda agregada.

Para 2016 y 2017, las perspectivas del entorno externo que enfrentará la economía mexicana se han tornado más complejas. En particular, se prevé un menor impulso de la demanda externa en comparación con lo esperado en el Informe previo, ante un menor dinamismo previsto para la actividad industrial de Estados Unidos y una mayor debilidad de la demanda proveniente de otros países. Así, se revisa a la baja el intervalo para la tasa de crecimiento del PIB anticipado para 2016 de uno de entre 2.5 y 3.5 por ciento en el Informe precedente, a uno de entre 2.0 y 3.0 por ciento en el actual. Para 2017, se espera una expansión del PIB de entre 2.5 y 3.5 por ciento, menor a la prevista de entre 3.0 y 4.0 por ciento en el Informe anterior.

Por su parte, el comportamiento favorable de la inflación observado durante 2015 ocurrió a pesar de la depreciación que experimentó la moneda nacional, misma que hasta el momento solo se ha reflejado en los precios de algunas mercancías que han aumentado de manera pausada y gradual, sin dar lugar a efectos de segundo orden sobre el proceso de formación de precios de la economía. A lo anterior coadyuvaron, en adición a la adecuada postura de política monetaria, el entorno de holgura prevaleciente en la economía, así como los efectos directos e indirectos que sobre la inflación han tenido las reducciones en los precios de los insumos de uso generalizado, tales como las materias primas, los energéticos y los servicios de telecomunicación, estos dos últimos resultado en buena medida de la implementación de las reformas estructurales. Debe destacarse que en enero de 2016 la inflación general anual tuvo un repunte asociado, principalmente, a efectos aritméticos previstos derivados de las bajas en los precios de los servicios de telefonía que tuvieron lugar en enero de 2015 y a un aumento transitorio en los precios de algunas hortalizas. La política de fijación de precios de los energéticos para 2016 compensó parcialmente los factores mencionados, permitiendo que la inflación general anual se ubicara en 2.61 por ciento. Posteriormente, en la primera quincena de febrero, el referido indicador se situó en 2.94 por ciento, debido al aumento adicional que mostró la inflación no subyacente, en particular, el subíndice de frutas y verduras.

Se anticipa que en 2016 la inflación general anual aumente y que, derivado del cambio en la mecánica de determinación de los precios de las gasolinas por la Secretaría de Hacienda y Crédito Público y considerando la estacionalidad de los precios internacionales de estas –que puede implicar precios más altos durante el segundo y tercer trimestre pero más bajos durante el primer y cuarto trimestre del año– alcance temporalmente niveles ligeramente superiores a 3 por ciento, cerrando el año cerca de dicho nivel. En el caso de la inflación subyacente anual, se espera que esta aumente gradualmente a lo largo del año, como consecuencia del ajuste en precios relativos de las mercancías respecto de los servicios derivado de la depreciación cambiaria, para finalizar 2016 en niveles cercanos a 3 por ciento. Para 2017, se prevé que tanto la inflación general, como la subyacente, se estabilicen alrededor del objetivo permanente de inflación. La trayectoria anterior

considera el desvanecimiento de los choques de oferta favorables que tuvieron lugar a principios de 2015, así como los ajustes en precios relativos descritos.

Ante el contexto descrito, la Junta de Gobierno aclaró el 17 de febrero que el incremento del objetivo de la tasa de referencia a 3.75 por ciento no inicia un ciclo de contracción monetaria. No obstante, hacia adelante seguirá muy de cerca la evolución de todos los determinantes de la inflación y sus expectativas para horizontes de mediano y largo plazo, en especial del tipo de cambio y su posible traspaso a los precios al consumidor. Asimismo, sostuvo que se mantendrá vigilante de la posición monetaria relativa entre México y Estados Unidos, sin descuidar la evolución de la brecha del producto. Esto con el fin de estar en posibilidad de tomar medidas con toda flexibilidad y en el momento en que las condiciones lo requieran, para consolidar la convergencia eficiente de la inflación al objetivo de 3 por ciento.

2. Evolución Reciente de la Inflación

2.1. La Inflación en el Cuarto Trimestre de 2015

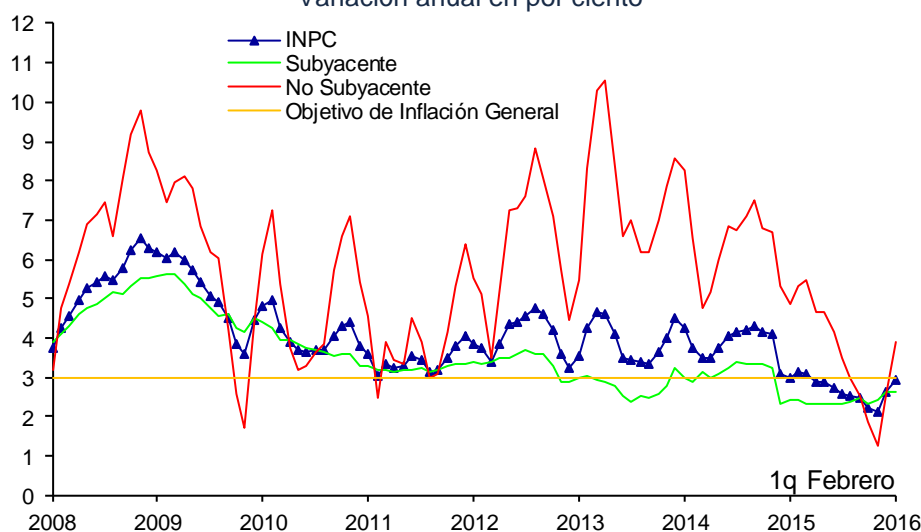
En el cuarto trimestre de 2015, la inflación general anual registró disminuciones adicionales a las que se venían observando desde inicios del segundo trimestre del año. En efecto, desde mayo la inflación general anual se ubicó por debajo del objetivo de 3 por ciento, presentando durante los siguientes meses niveles mínimos históricos de manera consecutiva, para cerrar 2015 con una variación anual de 2.13 por ciento. Esta es la menor cifra que se ha registrado desde que se publica el INPC. En adición a la adecuada postura de política monetaria, en un marco de holgura económica y de ausencia de presiones sobre los precios por el lado de la demanda, el comportamiento favorable de la inflación también estuvo asociado a las reducciones en los precios de insumos de uso generalizado, tales como los energéticos y los servicios de telecomunicación, las cuales en varios casos fueron resultado de la implementación de las reformas estructurales, así como a menores precios de los bienes primarios. Estas reducciones han influido directamente en la evolución reciente de la inflación a través de incrementos más moderados en los precios al consumidor e, indirectamente, al contribuir a menores costos para las empresas. Ello, en un contexto en el que el traspaso de la depreciación cambiaria a precios ha sido limitado y se ha manifestado principalmente en los precios de las mercancías durables, sin que haya evidencia de efectos de segundo orden en el proceso de formación de precios de la economía. Al respecto, cabe señalar que el cambio en precios relativos derivado de la depreciación de la moneda nacional se ha dado de manera pausada y gradual (Cuadro 7 y Gráfica 131).

Cuadro 7
Índice Nacional de Precios al Consumidor, Principales Componentes e Indicadores de Media Truncada
Variación anual en por ciento

	2014		2015				2016	
	III	IV	I	II	III	IV	Enero	1q Febrero
INPC	4.15	4.18	3.07	2.94	2.61	2.27	2.61	2.94
Subyacente	3.32	3.30	2.39	2.32	2.33	2.40	2.64	2.62
Mercancías	3.46	3.57	2.56	2.52	2.46	2.78	2.86	2.94
Alimentos, Bebidas y Tabaco	5.32	5.35	3.15	2.56	2.20	2.55	2.59	2.73
Mercancías No Alimenticias	1.96	2.13	2.07	2.49	2.67	2.98	3.09	3.11
Servicios	3.21	3.08	2.26	2.15	2.22	2.09	2.46	2.36
Vivienda	2.11	2.14	2.10	2.09	2.06	2.00	2.06	2.09
Educación (Colegiaturas)	4.29	4.30	4.36	4.35	4.37	4.28	4.32	4.19
Otros Servicios	4.06	3.72	1.80	1.57	1.75	1.52	2.32	2.09
No Subyacente	6.89	6.99	5.17	4.92	3.53	1.87	2.52	3.89
Agropecuarios	6.53	8.04	8.39	8.34	5.33	2.76	5.27	8.46
Frutas y Verduras	1.48	-0.73	-1.39	7.43	7.91	6.33	19.36	28.58
Pecuarios	9.33	13.43	14.15	8.81	4.00	0.84	-2.05	-1.61
Energéticos y Tarifas Aut. por Gobierno	7.11	6.35	3.30	2.87	2.42	1.33	0.84	1.09
Energéticos	7.92	7.12	3.82	3.21	2.43	0.52	-0.44	-0.15
Tarifas Autorizadas por Gobierno	5.71	4.93	2.32	2.26	2.39	2.86	3.27	3.45
Indicador de Media Truncada ^{1/}								
INPC	3.70	3.79	3.12	2.87	2.67	2.52	2.47	2.52
Subyacente	3.11	3.15	2.78	2.71	2.70	2.77	2.80	2.81

^{1/} Elaboración propia con información del INEGI.
Fuente: INEGI.

Gráfica 131
Índice Nacional de Precios al Consumidor
 Variación anual en por ciento



Fuente: Banco de México e INEGI.

La inflación general anual promedio disminuyó de 2.61 a 2.27 por ciento entre el tercer y el cuarto trimestre de 2015. Por su parte, en enero de 2016 esta se ubicó en 2.61 por ciento. Este repunte estuvo asociado, en buena medida, con el efecto aritmético que se esperaba se daría como consecuencia de la eliminación del cargo de larga distancia nacional, la reducción en el cargo de larga distancia internacional y la disminución en las tarifas de telefonía fija que tuvieron lugar a comienzos de 2015, así como con factores climáticos que afectaron los precios de algunas hortalizas. El comportamiento de la inflación general reflejó también parcialmente el cambio en precios relativos originado por la depreciación de la moneda nacional, que ha afectado las cotizaciones de algunas mercancías. No obstante, estos efectos fueron compensados en cierta medida por las reducciones en los precios de algunos energéticos, tales como la electricidad y las gasolinas, que reflejan en parte la disminución en los precios internacionales de estos bienes. Posteriormente, en la primera quincena de febrero la inflación general anual fue 2.94 por ciento, incremento que se explica por el comportamiento de la inflación no subyacente, toda vez que la inflación subyacente descendió ligeramente respecto al mes previo (Cuadro 7).

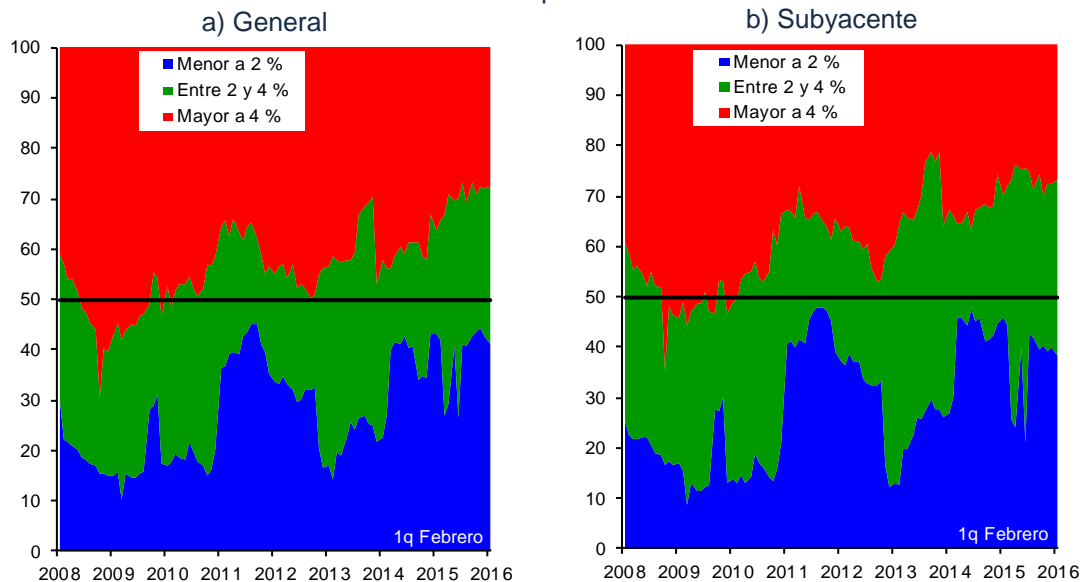
A lo largo del trimestre que se reporta, tanto la inflación subyacente, como la no subyacente, se ubicaron considerablemente por debajo de 3 por ciento. El primer indicador se mantuvo en niveles bajos y pasó de una variación anual promedio de 2.33 por ciento en el tercer trimestre a 2.40 por ciento en el cuarto, mientras que la inflación no subyacente disminuyó de 3.53 a 1.87 por ciento, en la misma comparación. En enero de 2016, las variaciones anuales de estos indicadores fueron 2.64 y 2.52 por ciento, respectivamente, mientras que en la primera quincena de febrero se ubicaron en 2.62 y 3.89 por ciento, en el mismo orden (Cuadro 7).

La trayectoria a la baja que siguió en el último trimestre de 2015 la inflación general refleja la evolución favorable que han presentado los precios de la gran mayoría de los bienes y servicios. Como se mencionó, el aumento observado durante enero de 2016 se explica, principalmente, por efectos de base de comparación previstos,

así como por algunos incrementos de precios focalizados y transitorios en ciertos bienes y servicios. En particular, la trayectoria al alza de la inflación subyacente durante el trimestre de referencia obedeció, en buena medida, al efecto de la depreciación cambiaria sobre los precios de algunas mercancías, en particular de aquellos de las durables. Por su parte, en enero de 2016 el incremento de este indicador estuvo asociado a la disminución de los precios de la telefonía ocurridos a principios del año pasado que no se repitieron en el presente. En lo que se refiere a la primera quincena de febrero, la inflación general anual aumentó debido al repunte adicional que presentaron los precios de algunas hortalizas.

La dinámica inflacionaria descrita se refleja en la evolución de algunos indicadores asociados con el comportamiento diferenciado de precios en términos de su nivel de variación, así como en medidas de tendencia de la inflación general y subyacente. En primer lugar es relevante visualizar la proporción de la canasta de bienes y servicios del índice general y subyacente que se ubica cada periodo en tres categorías de acuerdo a la tasa de crecimiento anual de sus precios: genéricos con variación anual en su precio menor a 2 por ciento, entre 2 y 4 por ciento, y mayor a 4 por ciento. En este sentido, se encuentra que un elevado porcentaje de ambas canastas tiene incrementos de precio menores a 4 por ciento (áreas azul y verde, Gráfica 132). En particular, la proporción de la canasta de bienes y servicios del índice general y subyacente con incrementos de precios menores a 4 por ciento fue 72 por ciento en el cuarto trimestre de 2015. Esto se compara con proporciones de 60 y de 68 por ciento para dichos indicadores en el cuarto trimestre de 2014.

Gráfica 132
Porcentaje de la Canasta del INPC según Intervalos de Incremento Anual
 Cifras en por ciento

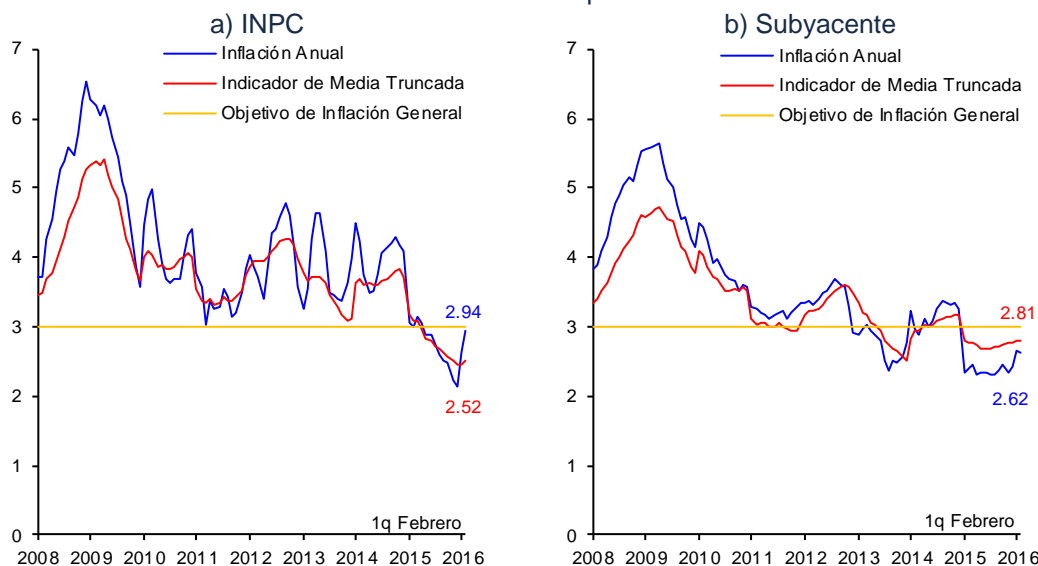


Fuente: Banco de México e INEGI.

Por otra parte, la tendencia de mediano plazo de la inflación representada por el Indicador de Media Truncada muestra que en el trimestre de referencia se presentó una disminución relativamente generalizada en el ritmo de crecimiento de los precios. Así, entre el tercer y el cuarto trimestre de 2015, el Indicador de Media Truncada para la inflación general pasó de 2.67 a 2.52 por ciento, cifra que dada

la estabilidad del indicador, coincide con la obtenida en la primera quincena de febrero de 2016. En lo correspondiente a la inflación subyacente, el indicador referido aumentó de 2.70 a 2.77 por ciento en los trimestres mencionados, y se mantuvo relativamente estable en la primera quincena de febrero, al registrar 2.81 por ciento. Así, el Indicador de Media Truncada para ambas canastas evidencia que el repunte registrado en la inflación general anual y en la subyacente del cierre de 2015 a la primera quincena de febrero del presente obedeció a incrementos de precios en un conjunto reducido de bienes y servicios (Gráfica 133 y Cuadro 7).³⁶

Gráfica 133
Índices de Precios e Indicadores de Media Truncada ^{1/}
Variación anual en por ciento

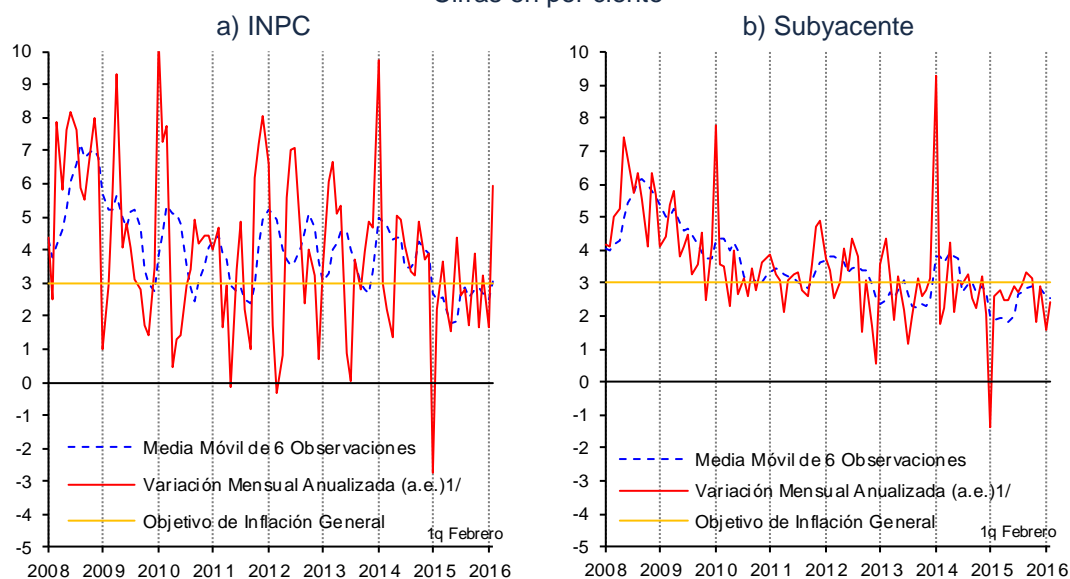


1/ El Indicador de Media Truncada elimina la contribución de las variaciones extremas en los precios de algunos genéricos a la tasa de crecimiento de un índice de precios. Para eliminar el efecto de estas variaciones se realiza lo siguiente: i) las variaciones mensuales desestacionalizadas de los genéricos 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 por ciento 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.
Fuente: Elaboración propia con información de Banco de México e INEGI.

La tendencia que ha mostrado la inflación mensual ajustada por estacionalidad y anualizada indica que, en el margen, la inflación general parecería estarse ubicando ligeramente por debajo de 3 por ciento. Por su parte, la tendencia de la inflación subyacente se ha mantenido en niveles ligeramente inferiores a 3 por ciento. Así, ambas mediciones presentan niveles congruentes con el objetivo permanente (Gráfica 134). Cabe recordar que este indicador, al partir de la variación mensual del índice de precios, no está afectado por efectos de base de comparación como ocurre con la inflación anual y, por lo tanto, ofrece información sobre la dinámica más reciente de la inflación.

³⁶ Cabe señalar que el Indicador de Media Truncada se obtiene excluyendo del cálculo de la inflación general aquellos genéricos cuyos precios presentan variaciones extremas tanto al alza como a la baja. Con ello se evita que los cambios en precios relativos de un número reducido de bienes o servicios afecten el indicador de tendencia de la misma, por lo que su evolución obedece, principalmente, a cambios de precios de naturaleza relativamente generalizada.

Gráfica 134
Variación Mensual Desestacionalizada Anualizada y Tendencia
 Cifras en por ciento



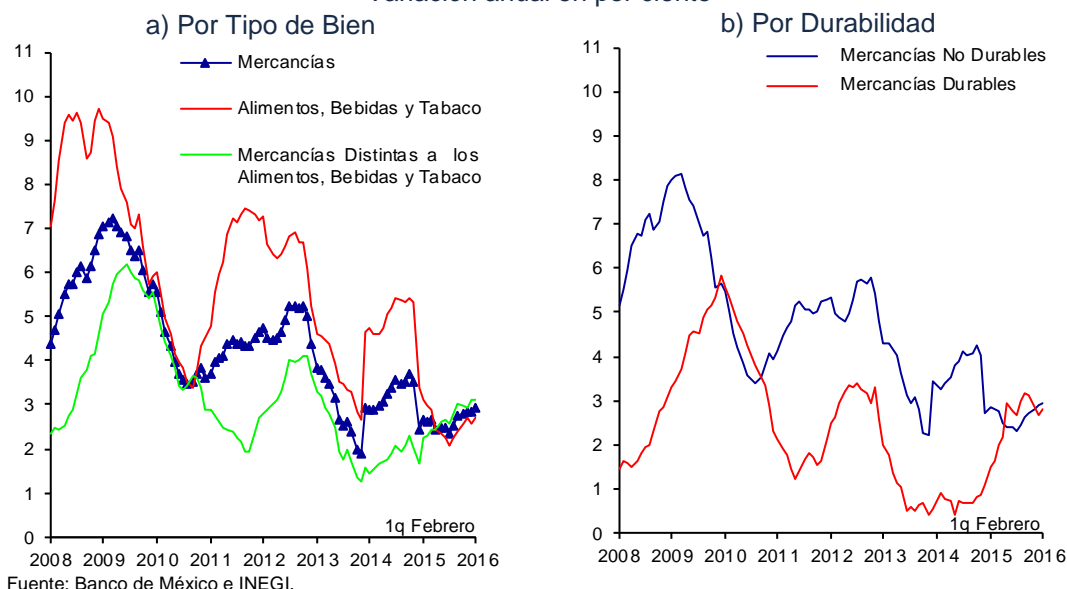
a. e. / Cifras ajustadas estacionalmente.
 1/ Para la última observación se utiliza la variación quincenal anualizada.
 Fuente: Desestacionalización propia con información de Banco de México e INEGI.

Como se mencionó, si bien la inflación subyacente anual continúa en niveles bajos, su incremento en el cuarto trimestre de 2015 se debió, en buena medida, a los cambios en los precios relativos de las mercancías respecto a los de los servicios, derivados de la depreciación cambiaria. Por su parte, el incremento de este indicador en enero de 2016 fue producto de las reducciones en los precios de la telefonía ocurridos a principios del año pasado, que, como ya se dijo, no se dieron este año. Adicionalmente, en la primera quincena de febrero, la inflación subyacente anual tuvo un ligero descenso.

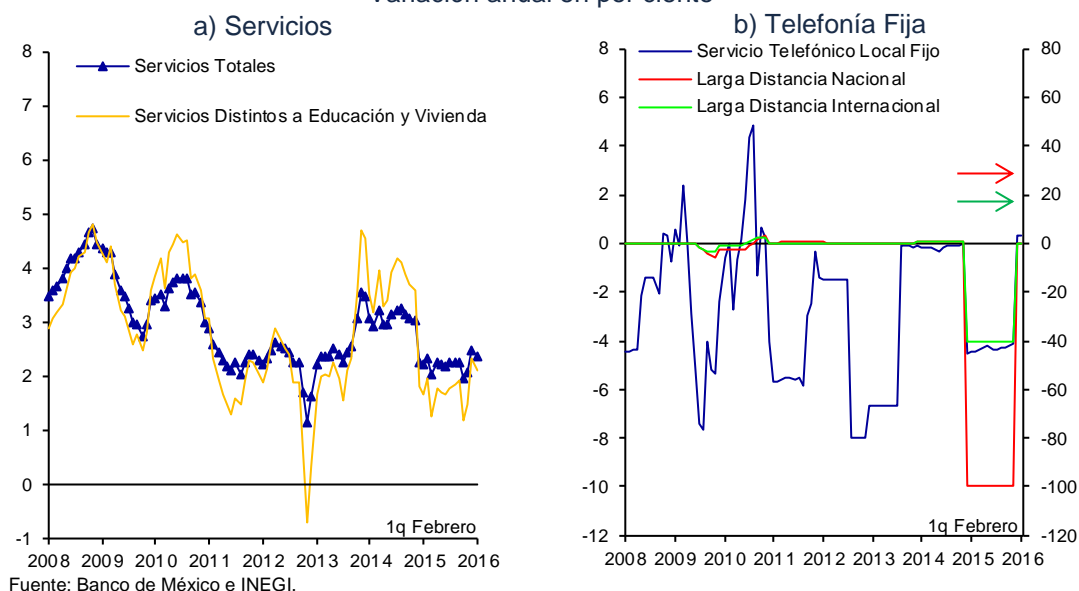
- Entre el tercer y el cuarto trimestre de 2015, el subíndice de precios de las mercancías pasó de una variación anual promedio de 2.46 a 2.78 por ciento, ubicándose en 2.86 y 2.94 por ciento en enero y en la primera quincena de febrero de 2016, respectivamente (Gráfica 135a). Esto se debió al mayor ritmo de crecimiento en los precios de los dos componentes de este subíndice, si bien sus variaciones anuales continúan en niveles moderados. Por una parte, los precios de los bienes durables siguieron reflejando los efectos de la depreciación cambiaria ((Gráfica 135b), lo cual se manifestó en la variación anual promedio de los precios de las mercancías no alimenticias, misma que pasó de 2.67 a 2.98 por ciento del tercer al cuarto trimestre de 2015, registrando 3.09 por ciento en enero de 2016 y 3.11 por ciento en la primera quincena de febrero. Por otra, algunas mercancías alimenticias también han presentado recientemente aumentos en sus precios, por lo que la variación anual promedio de este rubro aumentó de 2.20 a 2.55 por ciento en los mismos trimestres, alcanzando niveles de 2.59 por ciento en enero de 2016 y de 2.73 por ciento en la primera quincena de febrero.

- El crecimiento del subíndice de precios de los servicios continuó manteniéndose en niveles relativamente bajos, lo cual ha contrarrestado parcialmente el efecto sobre el crecimiento del INPC de los incrementos de precios registrados en las mercancías. En particular, la variación anual promedio de los servicios pasó de 2.22 por ciento en el tercer trimestre a 2.09 por ciento en el cuarto trimestre de 2015. En enero de 2016, la variación anual de este subíndice se ubicó en 2.46 por ciento, mientras que en la primera quincena de febrero su variación anual fue 2.36 por ciento. Así, la dinámica descrita se debió, principalmente, al comportamiento del rubro de los servicios distintos a educación y vivienda, cuyas variaciones anuales promedio pasaron de 1.75 a 1.52 por ciento en los trimestres referidos, aumentando a 2.32 por ciento en enero de 2016 y disminuyendo a 2.09 por ciento en la primera quincena de febrero (Gráfica 136).

Gráfica 135
Índice de Precios Subyacente: Mercancías
 Variación anual en por ciento



Gráfica 136
Índice de Precios Subyacente
 Variación anual en por ciento



En el último trimestre de 2015, el índice de precios no subyacente continuó mostrando una desaceleración en su tasa de crecimiento anual promedio. Esto se debió, principalmente, al comportamiento de los precios de los productos agropecuarios y de los energéticos (Cuadro 7). De esta forma, en el periodo de referencia, la contribución de la inflación no subyacente a la inflación general anual disminuyó, contrarrestando así la mayor contribución de la inflación subyacente (Gráfica 137). En enero de 2016, la variación anual del índice de precios no subyacente, como se mencionó, tuvo un repunte asociado a los aumentos de precios registrados en algunas hortalizas, mismos que continuaron en la primera quincena de febrero. Hacia dentro de los componentes del índice no subyacente destaca lo siguiente:

- A lo largo del trimestre de referencia, las tasas de crecimiento anual del subíndice de precios de los productos agropecuarios continuaron desacelerándose. Así, la variación anual promedio de este subíndice pasó de 5.33 a 2.76 por ciento entre el tercer y el cuarto trimestre de 2015, destacando las menores tasas de crecimiento en los precios de los productos pecuarios. En enero de 2016, la variación anual de este subíndice fue 5.27 por ciento, mientras que en la primera quincena de febrero alcanzó 8.46 por ciento, reflejando los incrementos de precios a tasa anual registrados en productos como el jitomate (de 120.18 por ciento) y la cebolla (de 115.97 por ciento).
- Entre el tercer y el cuarto trimestre de 2015, las variaciones anuales promedio del subíndice de precios de los energéticos y tarifas autorizadas por distintos niveles de gobierno disminuyeron de 2.42 a 1.33 por ciento, registrando 0.84 por ciento en enero de 2016 y 1.09 por ciento en la primera quincena de febrero. Las variaciones anuales de los precios del grupo de los energéticos mantuvieron una desaceleración continua

en el trimestre de referencia, con lo cual el crecimiento anual promedio de sus precios disminuyó de 2.43 a 0.52 por ciento, así como a -0.44 por ciento en enero de 2016 y posteriormente a -0.15 por ciento en la primera quincena de febrero. En lo anterior han tenido particular relevancia las bajas de precios de varios energéticos que se presentaron a principios de 2016. En particular:

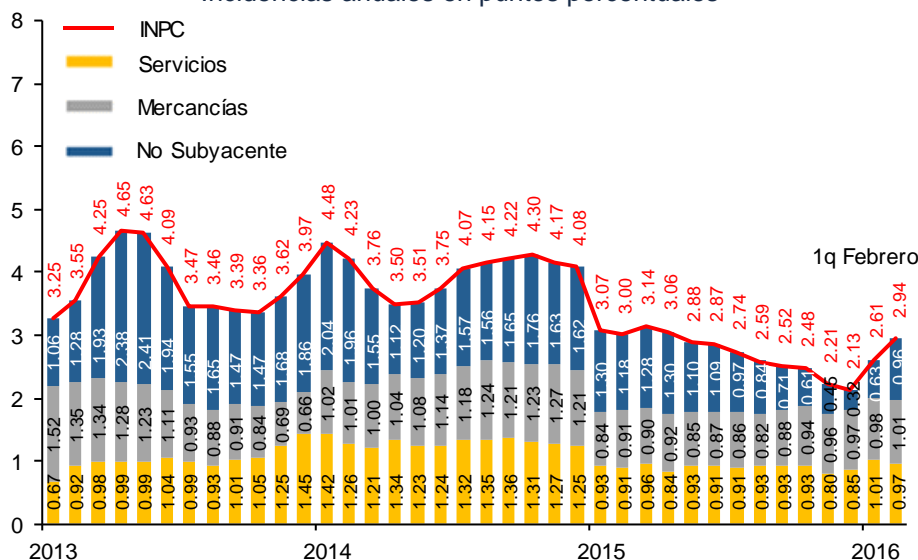
- La mecánica de determinación de los precios de las gasolinas fijados por la Secretaría de Hacienda y Crédito Público para el país (excluyendo la franja fronteriza del norte) consiste en que durante 2016 se defina una banda de valores máximo y mínimo dentro de la cual podrá ubicarse el precio máximo para cada tipo de gasolina, el cual se fijará cada mes, y que considera una fluctuación de hasta más/menos 3 por ciento en relación al precio de estos combustibles al cierre de 2015. Es conveniente recalcar que esta política se refiere únicamente al establecimiento de un precio máximo, de manera que cualquier empresa que determine conveniente cobrar un precio inferior a este podrá hacerlo, con lo que en principio, sería posible incluso observar cotizaciones menores al valor mínimo de la banda definida para el precio máximo. Con base en esta regla, a comienzos de 2016 se presentó una disminución de 3 por ciento en el precio máximo de la gasolina de bajo octanaje y una de 2.81 por ciento en el correspondiente a la de alto octanaje. Posteriormente, en febrero, la gasolina de bajo octanaje no tuvo variación en su precio máximo, mientras que la de alto octanaje registró una disminución adicional de 0.21 por ciento en este, alcanzando una reducción de 3 por ciento respecto al precio que mantuvo en 2015. Las variaciones observadas en los precios de las gasolinas en enero y la primera quincena de febrero coincidieron con aquellas registradas para los precios máximos.

En relación a lo anterior, el 22 de febrero pasado el Ejecutivo Federal anunció el adelanto de la fecha de inicio para la libre importación de gasolinas y diésel a partir del primero de abril del presente, en lugar del primero de enero de 2017. Se espera que esta medida fomente la competencia en el mercado nacional de estos combustibles, lo que en el mediano plazo deberá traducirse en menores precios de estos, coadyuvando a un mejor entorno inflacionario.

- Las tarifas de bajo consumo de electricidad tuvieron una disminución de 2 por ciento, y permanecerán fijas en lo que resta del año.
- El gas L.P. tuvo un incremento en su precio de 2.74 por ciento a principios de año y se mantuvo sin cambio en febrero, mientras que el precio del gas natural, al estar asociado a su referencia internacional, presentó un aumento mensual de 2.30 por ciento en enero de 2016 y un decremento de 0.07 por ciento en la primera quincena de febrero.

- El grupo de las tarifas autorizadas por distintos niveles de gobierno pasó de una variación anual promedio de 2.39 a una de 2.86 por ciento entre el tercer y el cuarto trimestre de 2015, ubicándose en 3.27 por ciento en enero de 2016. Esta última variación se debió, principalmente, al incremento en los precios del transporte público ocurrido en varias ciudades del país a inicios de 2016, entre las que destacan Guadalajara y Ciudad Juárez. En la primera quincena de febrero, su variación anual fue 3.45 por ciento.

Gráfica 137
Índice Nacional de Precios al Consumidor
 Incidencias anuales en puntos porcentuales ^{1/}



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

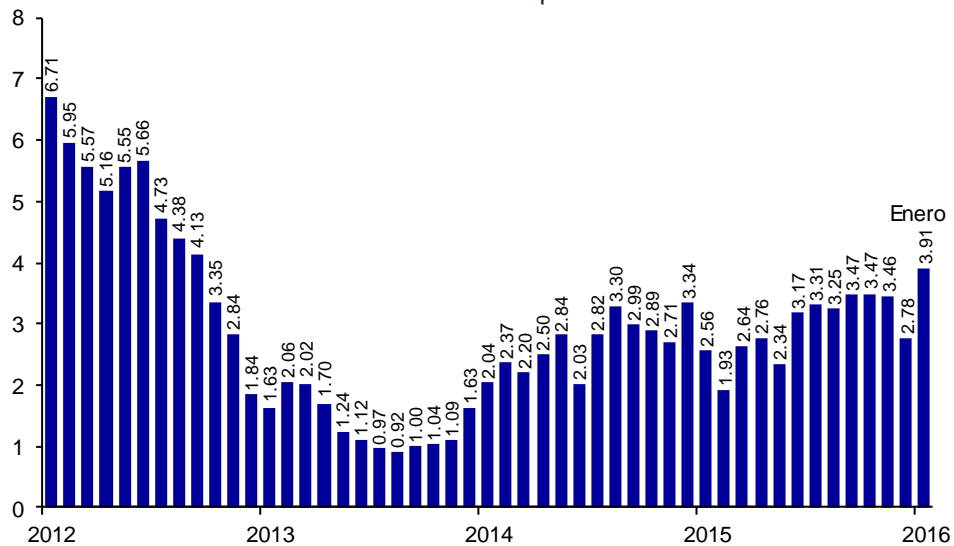
Fuente: Elaboración propia con información del INEGI.

2.2. Índice Nacional de Precios al Productor

En el cuarto trimestre de 2015, el Índice Nacional de Precios al Productor (INPP) de producción total, excluyendo petróleo, registró una tasa de variación anual promedio de 3.23 por ciento, mientras que en el trimestre previo había presentado una variación de 3.34 por ciento. En enero de 2016, la variación anual de este indicador se ubicó en 3.91 por ciento (Gráfica 138). La menor tasa de variación en el cuarto trimestre de 2015, en relación al trimestre previo, se explica por una disminución en la contribución de los precios de las mercancías y de los servicios finales, en particular, los de los productos agropecuarios, así como los de los servicios para la minería y la construcción. Por su parte, los bienes y servicios de uso intermedio registraron tasas de variación anual inferiores a las de los precios de las mercancías y servicios finales, sobresaliendo las tasas anuales negativas de los productos derivados de petróleo, electricidad industrial y servicios de telecomunicación. El incremento en la tasa de variación anual del INPP registrada en enero fue producto, principalmente, del aumento de los precios expresados en pesos de algunas mercancías de exportación que se cotizan en dólares. Así, los referidos incrementos no necesariamente implicarían presiones sobre el INPC en

los próximos meses, toda vez que se trata de aumentos en los precios de ciertos bienes exportados, los cuales al ser destinados a mercados distintos al nacional, no inciden directamente sobre los precios al consumidor en México.

Gráfica 138
Índice Nacional de Precios al Productor ^{1/}
 Variación anual en por ciento



^{1/} Índice Nacional de Precios al Productor Total, excluyendo petróleo.
 Fuente: Banco de México e INEGI.

3. Entorno Económico y Financiero Prevalciente en el Cuarto Trimestre de 2015

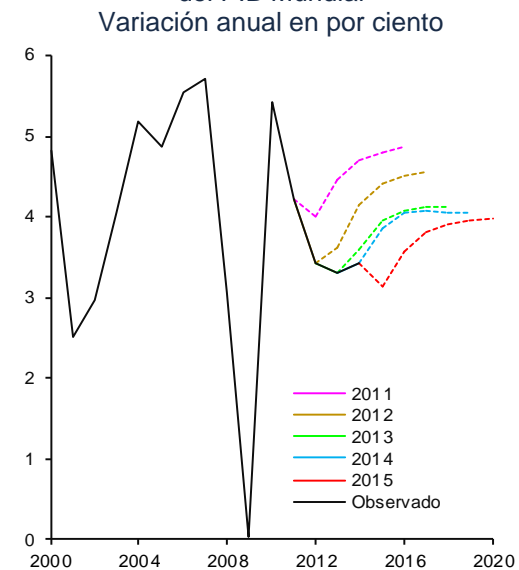
3.1. Condiciones Externas

Desde el inicio de la crisis financiera global, la economía mundial se ha expandido a un ritmo débil, reflejando factores estructurales, la persistencia de desbalances macroeconómicos y un endeble sistema financiero internacional. En consecuencia, las perspectivas de crecimiento de mediano plazo de la economía mundial se han seguido revisando a la baja y el volumen del comercio internacional se ha desacelerado en el margen (Gráfica 139a y Gráfica 139b).

Durante el cuarto trimestre de 2015 esta tendencia se acentuó, al moderarse sustancialmente el crecimiento de la economía mundial como resultado de la atonía de las economías avanzadas y la persistente desaceleración de las emergentes. A inicios de 2016, el panorama mundial se vio afectado adicionalmente por las mayores vulnerabilidades en algunas de estas economías, como China, Brasil y Rusia, la renovada caída en los precios internacionales de las materias primas, particularmente del petróleo, y la mayor divergencia esperada en la política monetaria de los bancos centrales de las principales economías avanzadas. En la primera mitad de febrero la percepción de los inversionistas sobre las perspectivas de crecimiento globales y la capacidad de los sistemas financieros para hacerle frente a un entorno internacional cada vez más complejo se tornó significativamente más negativa. Esto se tradujo en una mayor aversión al riesgo y en fuertes caídas en los precios de los activos financieros. Estos factores condujeron a una creciente volatilidad en los mercados financieros internacionales y a un aumento en los riesgos para el crecimiento e inflación globales.

Gráfica 139
Actividad Económica Mundial

a) Evolución de los Pronósticos del Crecimiento del PIB Mundial



Fuente: FMI, WEO otoño de 2011 a 2015.

b) Crecimiento del Volumen de Comercio Mundial



a. e. / Cifras con ajuste estacional.

Fuente: CPB Netherlands.

3.1.1. Actividad Económica Mundial

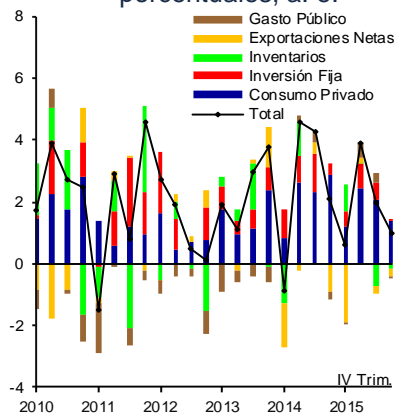
En Estados Unidos, el ritmo de crecimiento de la economía se desaceleró de 2.0 a 1.0 por ciento a tasa trimestral anualizada entre el tercer y el cuarto trimestre de 2015. La apreciación del dólar, los bajos precios del petróleo y la menor demanda externa continuaron debilitando el crecimiento de las exportaciones, de la producción industrial, en particular de las manufacturas, así como el de la inversión en estructuras y equipo asociada con el sector energético. Asimismo, el gasto en consumo privado mostró un menor dinamismo en este periodo, luego de haber registrado un crecimiento elevado en los trimestres previos. Además, factores transitorios, como el ajuste en los inventarios y un clima más cálido al esperado, que redujo la demanda por electricidad, contribuyeron al menor crecimiento de la economía en el cuarto trimestre del año pasado. Por su parte, la inversión residencial continuó expandiéndose a un ritmo sólido durante dicho periodo (Gráfica 140a).

En cuanto a la producción industrial, esta sufrió durante el cuarto trimestre de 2015 su peor desempeño desde mediados de 2009, al registrar una caída de 3.3 por ciento a tasa trimestral anualizada, luego de haber crecido 2.7 por ciento en el trimestre previo. Esto reflejó, entre otros factores, la contracción en la actividad del sector de energía, la menor demanda por electricidad y gas, ante los factores climáticos previamente mencionados, y una fuerte moderación en el crecimiento del sector manufacturero como consecuencia del bajo desempeño de sus exportaciones. En las manufacturas, el crecimiento se redujo de una tasa trimestral anualizada de 3.2 por ciento en el tercer trimestre, a 0.1 por ciento en el último trimestre del año (Gráfica 140b). Sin embargo, en enero de 2016 la producción industrial registró cierto repunte, debido a una recuperación en las manufacturas, y a que la normalización de las condiciones climáticas se reflejó en un aumento de la producción de electricidad y gas.

La debilidad de la actividad productiva contrasta con la fortaleza que ha mostrado el mercado laboral en Estados Unidos. En particular, la nómina no agrícola creció a un promedio mensual de 279 mil plazas en el cuarto trimestre de 2015, comparado con 192 mil en el tercer trimestre, si bien en enero este indicador aumentó solo 151 mil plazas. Además, la tasa de desempleo disminuyó de 5.1 por ciento en septiembre de 2015 a 4.9 por ciento en enero de 2016, nivel cercano al considerado por la Reserva Federal como de largo plazo. Por su parte, el crecimiento de los salarios se ha mantenido bajo, aunque algunos indicadores, como las remuneraciones promedio por hora y los costos laborales unitarios, muestran una incipiente aceleración (Gráfica 140c).

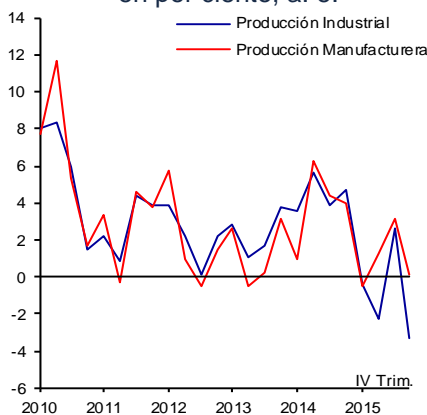
Gráfica 140
Actividad Económica en Estados Unidos

a) PIB Real y sus Componentes
Variación trimestral anualizada en por ciento y contribuciones en puntos porcentuales, a. e.



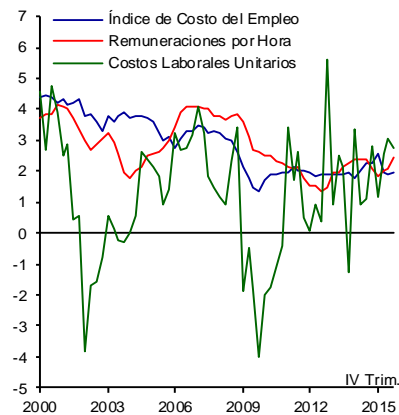
a. e. / Cifras con ajuste estacional.
Fuente: BEA.

b) Producción Industrial y Manufacturera
Variación trimestral anualizada en por ciento, a. e.



a. e. / Cifras con ajuste estacional.
Fuente: Reserva Federal.

c) Indicadores Salariales
Variación anual en por ciento

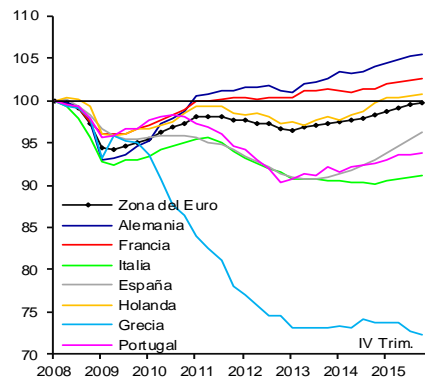


Fuente: BLS, Haver Analytics.

En la zona del euro, la recuperación durante el periodo que cubre este Informe fue moderada, con un crecimiento de 1.1 por ciento a tasa trimestral anualizada, aparentemente explicado por la debilidad de la demanda externa y de la inversión privada (Gráfica 141a y Gráfica 141b). Así, el consumo privado parece haberse constituido en la principal fuente de crecimiento, sustentado en las ganancias del ingreso personal, ante el avance del mercado laboral (Gráfica 141c) y los menores precios de la energía. No obstante, el panorama de la región permanece incierto debido a los desbalances internos, a la lenta mejoría de los mercados financieros y a la continua desaceleración de la economía mundial. A esto se añade un panorama geopolítico que se ha vuelto más complicado, dado el fenómeno migratorio que afecta a la región. De este modo, se han acentuado los riesgos a la baja para el crecimiento y la inflación de la zona del euro.

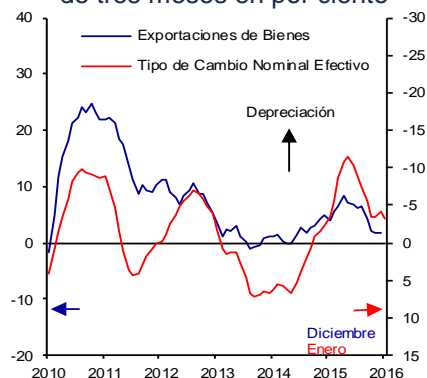
Gráfica 141
Actividad Económica en la Zona del Euro

a) Producto Interno Bruto
Índice 1T-2008=100, a. e.



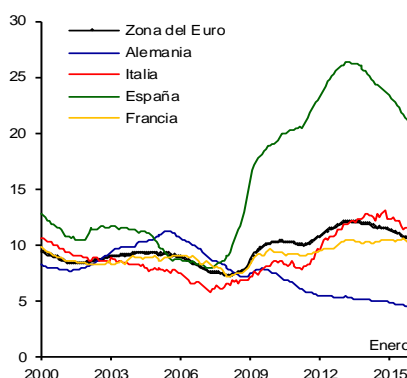
a. e. / Cifras con ajuste estacional.
Fuente: Eurostat.

b) Tipo de Cambio y Exportaciones de Bienes
Variación anual del promedio móvil de tres meses en por ciento



Fuente: Haver Analytics, BIS.

c) Tasa de Desempleo
En por ciento de la población económicamente activa, a. e.



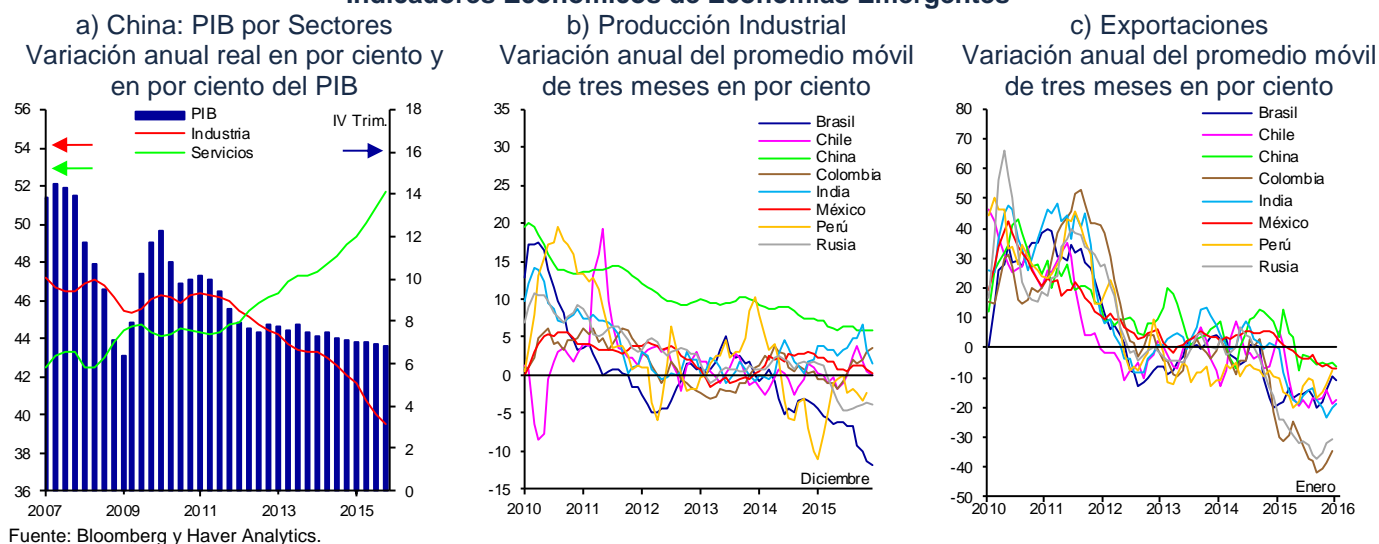
a. e. / Cifras con ajuste estacional.
Fuente: Eurostat.

En Japón, la actividad económica mostró una caída de 1.4 por ciento a tasa trimestral anualizada durante el último trimestre de 2015, luego de la modesta recuperación de 1.3 por ciento observada en el trimestre anterior. El deterioro de la actividad obedeció principalmente a una disminución significativa del consumo privado, en particular el de bienes duraderos. Además, el cambio en inventarios y el gasto público tuvieron nuevamente una contribución negativa al crecimiento. Por el contrario, la inversión en capital fijo aceleró su ritmo de crecimiento durante el periodo. Finalmente, las exportaciones netas también contribuyeron a atenuar la caída en el PIB en el cuarto trimestre de 2015, como resultado de la fuerte contracción de las importaciones.

En China, el crecimiento anual del PIB siguió presentando una gradual moderación durante el cuarto trimestre de 2015, al registrar una variación de 6.8 por ciento, su menor expansión desde inicios de 2009. Destaca la importante pérdida de dinamismo en el sector industrial, que no ha podido ser contrarrestada por el mayor crecimiento de los servicios (Gráfica 142a). Además, aumentó la incertidumbre en cuanto a las perspectivas de expansión de este país, la solidez de su sistema financiero y la efectividad de las políticas económicas que se han implementado para enfrentar estos retos.

Como reflejo de la debilidad de la economía china, de la continua caída en los precios de las materias primas y del estancamiento del comercio internacional, la gran mayoría de las economías emergentes continuaron desacelerándose en el último trimestre de 2015. Así lo revela la prolongada pérdida de dinamismo de su producción industrial, que en algunos casos ha alcanzado tasas de crecimiento negativas, como en Brasil, Rusia y Perú (Gráfica 142b) y una importante caída en sus exportaciones, particularmente las de países exportadores de materias primas como Brasil, Rusia, Chile, Colombia y Perú (Gráfica 142c). Hacia adelante, los riesgos para el crecimiento de estas economías se mantienen a la baja, en parte debido a la vulnerabilidad que presentan en sus fundamentos macroeconómicos algunas de ellas, en un entorno caracterizado por condiciones de financiamiento más astringentes, pero también a la debilidad del crecimiento mundial y su impacto negativo sobre el comportamiento de los precios de las materias primas.

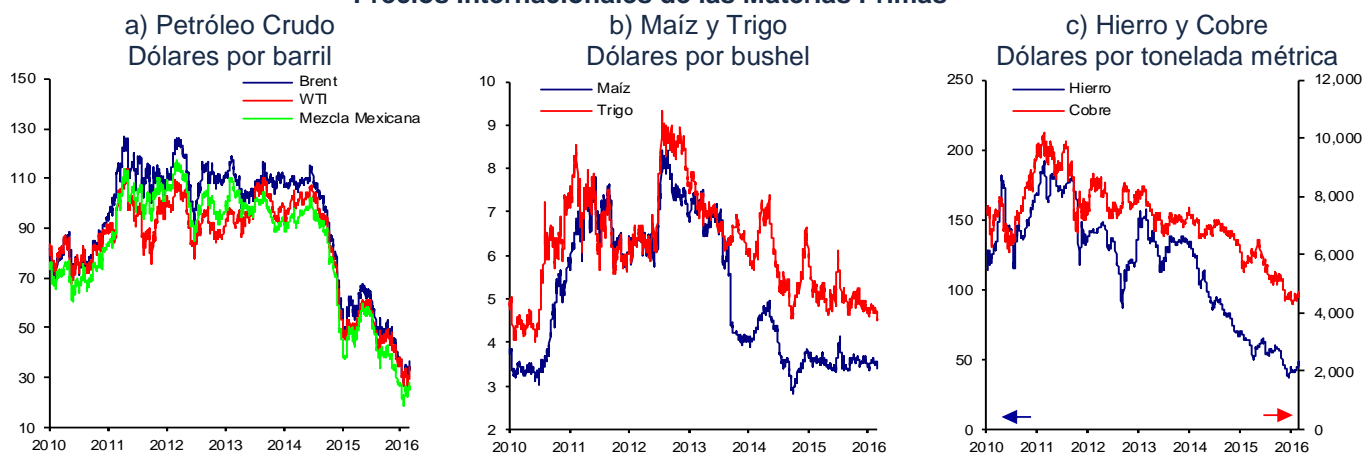
Gráfica 142
Indicadores Económicos de Economías Emergentes



3.1.2. Precios de las Materias Primas

Los precios internacionales de las materias primas reanudaron su tendencia a la baja a principios del cuarto trimestre, luego de un periodo de relativa estabilidad en el tercero. Así, los precios del petróleo registraron nuevamente una fuerte caída, reflejando la persistencia de un desbalance estructural entre oferta y demanda, el cual puede llegar a agravarse debido al aumento esperado en las exportaciones provenientes de Irán y a la negativa de los países miembros de la OPEP para reducir su producción (Gráfica 143a). El impacto del acuerdo tentativo entre Arabia Saudita y Rusia para congelar la producción de petróleo a los niveles de enero de este año, con el objetivo de reducir las condiciones de exceso de oferta prevalecientes en el mercado mundial y con ello detener la caída en los precios del petróleo, aún es incierto. Esto, debido a que se requiere la participación de países como Irán e Irak, los cuales habían externado previamente su intención de elevar su producción. Por otro lado, los precios de los granos permanecieron bajos frente a perspectivas favorables de oferta y a los elevados inventarios (Gráfica 143b). Finalmente, los precios de los metales también reanudaron su tendencia a la baja, como resultado del excedente en la producción global y del debilitamiento en la demanda, sobre todo de las economías emergentes (Gráfica 143c).

Gráfica 143
Precios Internacionales de las Materias Primas ^{1/}



^{1/} Mercado Spot.
Fuente: Bloomberg.

3.1.3. Tendencias de la Inflación en el Exterior

La inflación en las principales economías avanzadas se mantuvo muy por debajo de las metas de sus respectivos bancos centrales, incluso observándose disminuciones en algunas medidas de expectativas de inflación (Gráfica 144a y Gráfica 144b). Esto respondió principalmente a las caídas en los precios de las materias primas, en un entorno de holgura en la capacidad productiva. Si bien se espera que los niveles de inflación converjan a los objetivos de sus bancos centrales en el mediano plazo, estos factores podrían provocar que dicha transición sea más lenta que lo anteriormente previsto. Adicionalmente, se han incrementado los riesgos de que las expectativas de inflación se revisen a la baja.

En Estados Unidos, las presiones a la baja para la inflación provenientes de la apreciación del dólar y de los menores precios de la energía se mantuvieron

durante el trimestre, si bien la cifra de inflación de enero mostró un repunte. La variación anual del deflactor del consumo fue de 1.3 por ciento en enero de 2016, mientras que la inflación excluyendo alimentos y energía fue de 1.7 por ciento. Por otro lado, la inflación medida por el índice general de precios al consumidor se ubicó en 1.4 por ciento en enero de 2016, mientras que la medición subyacente alcanzó 2.2 por ciento en el mismo mes.

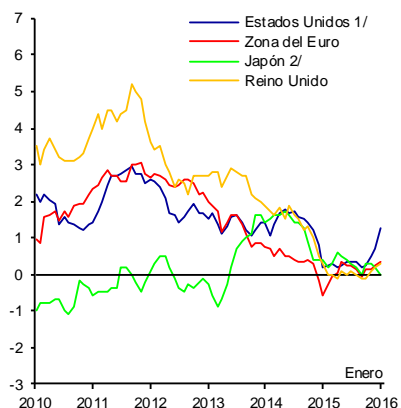
Por su parte, la inflación general en la zona del euro fue de 0.3 por ciento en enero de 2016, mientras que la subyacente permaneció estable en alrededor de 1.0 por ciento. De acuerdo con el Banco Central Europeo, la trayectoria esperada para la inflación es significativamente más baja que lo anticipado en diciembre, por lo que se prevé que las tasas de inflación permanezcan muy bajas o incluso se tornen negativas en los próximos meses.

En Japón, la inflación se mantuvo baja durante el trimestre y en enero de 2016 se situó en 0.0 por ciento, al igual que la inflación que excluye alimentos frescos. Asimismo, se espera que la renovada debilidad en los precios del petróleo tenga un impacto en la evolución de la inflación en los próximos meses. En particular, el Banco de Japón estima que la contribución de los precios de la energía seguirá siendo negativa a lo largo del año fiscal 2016, que la inflación de dicho año sea menor a lo previsto y que tomará más tiempo el lograr la meta de 2 por ciento.

Las economías emergentes continuaron mostrando un panorama inflacionario diferenciado, reflejando el balance entre una demanda interna débil acompañada de bajos precios de materias primas, y el posible traspaso de las fuertes depreciaciones observadas en sus tipos de cambio a los precios. Mientras que en algunos países, como México y China, la inflación se mantiene baja, en Rusia, Turquía y diversos países latinoamericanos como Brasil, Chile, Colombia y Perú, esta ha superado sus metas de inflación (Gráfica 144c).

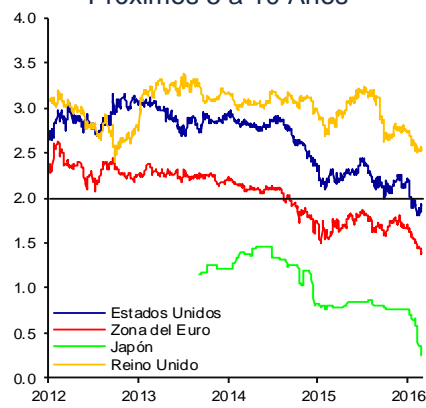
Gráfica 144
Inflación General Anual y Expectativas de Inflación en Economías Avanzadas y Emergentes
 En por ciento

a) Economías Avanzadas: Inflación General



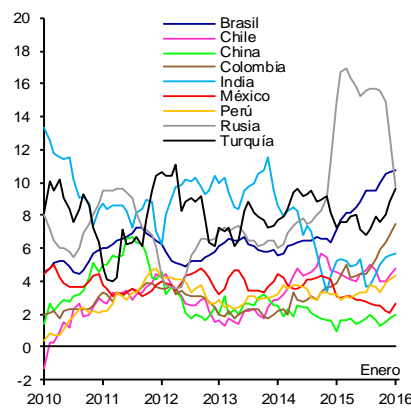
1/ Se refiere al deflactor del gasto en consumo.
 2/ Excluye el efecto directo del incremento del impuesto al consumo.
 Fuente: BEA, Eurostat y Oficina de Estadísticas de Japón.

b) Economías Avanzadas: Expectativas de Inflación Derivadas de Instrumentos Financieros para los Próximos 5 a 10 Años ^{1/}



1/ Obtenidas de contratos de swaps en el que una contraparte se compromete a pagar una tasa fija a cambio de recibir un pago referenciado a la tasa de inflación durante un plazo determinado.
 Fuente: JP Morgan.

c) Economías Emergentes: Inflación General



Fuente: Oficinas Nacionales de Estadística y Bancos Centrales.

3.1.4. Política Monetaria y Mercados Financieros Internacionales

El entorno descrito ha contribuido a que se observe una creciente divergencia entre las posturas de la política monetaria de los países avanzados, así como entre las de las economías emergentes. En particular, en Estados Unidos se prevé que la Reserva Federal continúe con la normalización de su política monetaria iniciada en diciembre pasado, si bien a un ritmo más pausado que el anticipado hace algunos meses. Por el contrario, el Banco de Japón y el Banco Central Europeo han relajado su postura monetaria en los últimos meses, y existe la posibilidad de que provean estímulos adicionales próximamente. Por su parte, algunas economías emergentes que se han caracterizado por un mayor traspaso del tipo cambio a la inflación, posiblemente debido a vulnerabilidades macroeconómicas, aumentaron sus tasas de interés de referencia a pesar del menor dinamismo económico.

En diciembre de 2015, la Reserva Federal consideró que las condiciones del mercado laboral habían mejorado considerablemente, y que lucía bastante factible que la inflación aumentaría en los próximos dos años a niveles cercanos a su meta del 2 por ciento. Así, en línea con la expectativa del mercado, decidió modificar, por primera vez desde finales de 2008, el rango objetivo de la tasa de fondos federales de un intervalo de 0 a 0.25 por ciento a uno de 0.25 a 0.5 por ciento. En su comunicado, señaló que esperaba que las condiciones económicas evolucionaran de tal manera que los aumentos en la tasa de referencia fueran graduales, si bien subrayó que, en virtud del bajo nivel de inflación, se vigilaría cuidadosamente el progreso observado y esperado de este indicador. En enero de 2016, a pesar de la mejoría adicional en las condiciones del mercado laboral, esta Institución advirtió que el ritmo de crecimiento de la actividad se desaceleró a finales de 2015, y que la inflación permanecerá baja en el corto plazo debido a las caídas adicionales en los precios de la energía. Además, eliminó la valorización de riesgos balanceados para las perspectivas de la actividad económica y del mercado laboral. En este contexto, la Reserva Federal mantuvo constante su tasa de referencia, indicando que está monitoreando de cerca el comportamiento de la economía global y de los mercados financieros, y que evaluará sus implicaciones para el mercado laboral, la inflación, y para el balance de riesgos de las perspectivas de Estados Unidos.

Por su parte, en su reunión de febrero el Banco de Inglaterra decidió de manera unánime mantener sin cambio su tasa de referencia en 0.5 por ciento, así como el saldo de su programa de compra de valores en 375 mil millones de libras esterlinas. En su comunicado, señaló que el crecimiento de los salarios ha sido más débil de lo anticipado y que espera que los costos laborales crezcan menos rápido de lo previsto, lo cual contribuye a una recuperación más lenta de la inflación. Asimismo, indicó que las caídas recientes en los precios de los productos primarios implican que probablemente la inflación se mantendrá por debajo del 1 por ciento hasta finales del año, con una proyección de este indicador ligeramente más modesta que en diciembre. Finalmente, esta Institución reiteró que dada la probable persistencia de factores negativos que afectan a la economía, el alza en la tasa de referencia será más gradual y alcanzará un nivel menor que en ciclos anteriores.

En contraste, el Banco Central Europeo (BCE) amplió el grado de relajamiento de su política monetaria en diciembre, ante una dinámica de inflación más débil de la prevista y riesgos a la baja para las perspectivas de la misma. En particular, el BCE decidió reducir su tasa de depósito de -0.2 a -0.3 por ciento y extender la vigencia

de su programa de compra de activos de septiembre de 2016 a marzo de 2017. En enero de 2016, el BCE señaló que será necesario reconsiderar su postura de política monetaria y posiblemente llevar a cabo un relajamiento adicional en su reunión de marzo. Lo anterior, debido al aumento de los riesgos a la baja tanto para la actividad, como para la inflación, como resultado de una mayor incertidumbre sobre las perspectivas de crecimiento de las economías de la zona del euro y de las emergentes, la volatilidad en los mercados financieros, la disminución adicional en los precios de las materias primas y los riesgos geopolíticos que prevalecen en la región. En su comparecencia ante el Parlamento Europeo, Mario Draghi, Presidente del BCE, añadió que la posible revisión de la postura monetaria en marzo dependerá de dos factores. Primero, del tamaño y la persistencia del traspaso de la caída en los precios de las materias primas y de su incidencia sobre los salarios y los precios. Segundo, de los efectos que la reciente volatilidad en los mercados financieros ha tenido sobre el mecanismo de transmisión de la política monetaria, en particular a través de los bancos.

En su reunión de enero de 2016, el Banco de Japón anunció de manera sorpresiva una reducción en la tasa de interés que aplica en parte de los recursos que los bancos mantienen en exceso de lo requerido en el banco central a -0.1 por ciento.³⁷ Además, esta Institución mantuvo el objetivo de incrementar la base monetaria a un ritmo anual de cerca de 80 billones de yenes, y seguirá comprando bonos del gobierno y otros instrumentos. Asimismo, el gobernador de este banco central declaró que se tomarán las medidas de relajamiento necesarias, incluyendo un aumento en el programa de compra de valores y una reducción adicional en la tasa de interés de política, para alcanzar su meta de inflación, y que continuará innovando en el uso de distintos instrumentos.

Por su parte, también se observó divergencia entre las posturas de política monetaria de las economías emergentes. Si bien el Banco Popular de China continuó proveyendo estímulo monetario durante el último trimestre del año para apuntalar las perspectivas de crecimiento, algunos bancos centrales que habían reducido su tasa objetivo durante el tercer trimestre decidieron mantenerla. Además, un número importante de economías emergentes incrementaron su tasa de política monetaria, particularmente en América Latina, reflejando el desempeño desfavorable de su inflación y el alza en la tasa de referencia de los Estados Unidos.

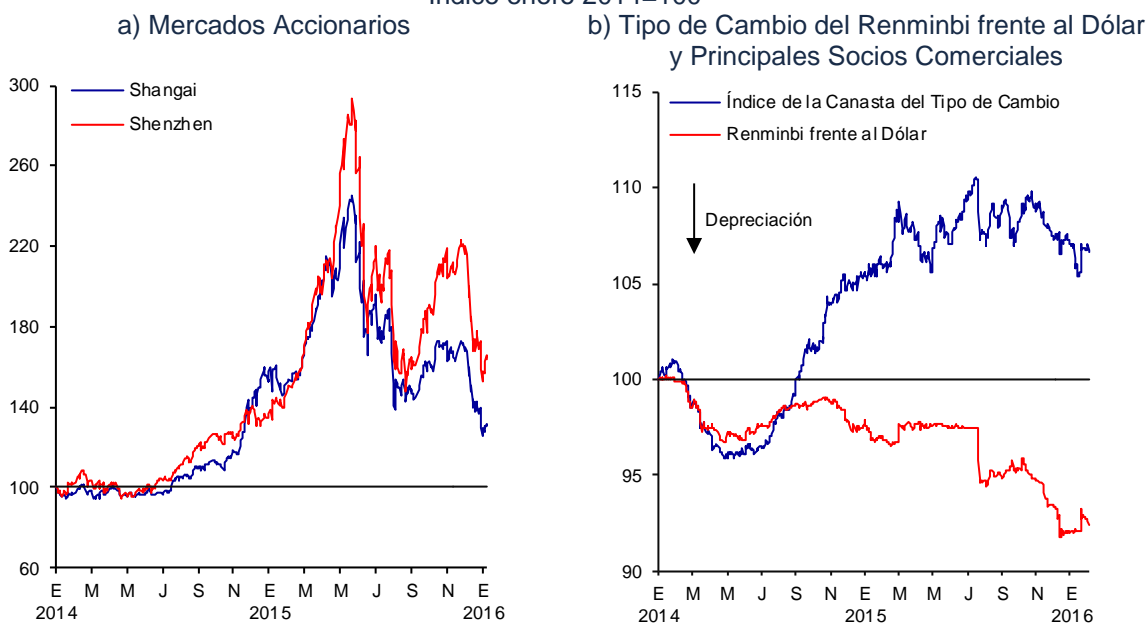
Durante el cuarto trimestre de 2015, los mercados financieros internacionales registraron cierta volatilidad ante la incertidumbre sobre la fecha del primer incremento en la tasa de fondos federales de los Estados Unidos. No obstante la respuesta moderada de los mercados ante el anuncio de la primer alza de la tasa de interés de referencia de dicho país a mediados de diciembre, la volatilidad en los mercados financieros presentó un nuevo aumento a principios de 2016. La renovada caída en los precios de las materias primas, en particular del petróleo, la incertidumbre sobre la solidez del crecimiento de China, las preocupaciones sobre el crecimiento de la economía mundial y la mayor divergencia en las perspectivas de las políticas monetarias de los bancos centrales de las principales economías avanzadas, se tradujeron en un nuevo aumento de la aversión al riesgo. La

³⁷ Para minimizar el impacto adverso de esta tasa de interés negativa sobre las utilidades de los bancos, el Banco de Japón introdujo un sistema diferenciado de tasa de depósito. Bajo este nuevo esquema, los bancos recibirán 10 puntos base sobre el promedio del exceso de reservas que estos mantuvieron en el banco central en 2015 y una tasa de cero sobre las reservas requeridas. La tasa de -0.1 por ciento se aplicará solamente a los depósitos superiores a la suma de los dos balances antes mencionados.

volatilidad en los mercados financieros se acentuó en febrero, al seguir cayendo los precios del petróleo y deteriorarse la percepción de los inversionistas sobre las perspectivas de crecimiento de la economía mundial. En particular, aumentó la preocupación sobre la solidez de los sistemas financieros en un entorno de menor crecimiento y de mayores riesgos. Estos últimos, como consecuencia de su elevada exposición a sectores asociados con las materias primas y en general a economías emergentes, en un contexto de menores márgenes de intermediación. En China, los mercados financieros registraron una importante turbulencia a principios de 2016, la cual incidió en otros países. En específico, los índices accionarios de las bolsas chinas sufrieron pérdidas importantes ante la expiración de algunas medidas de estabilización, el anuncio de nuevas medidas a inicios del año que buscan limitar la venta de acciones, y la incapacidad de las autoridades para restablecer la confianza de los inversionistas, con lo cual la salida de capitales se intensificó (Gráfica 145a). Esto contribuyó a que el tipo de cambio registrara una depreciación respecto al dólar y a la canasta oficial de monedas utilizada como referencia por el Banco Popular de China (Gráfica 145b). Así, esta Institución se vio obligada a intervenir en el mercado cambiario, con un importante descenso en sus reservas internacionales.

Gráfica 145
Indicadores Financieros de China

Índice enero 2014=100



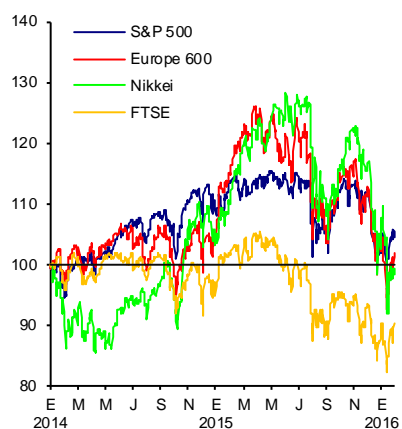
Fuente: Bloomberg.

Durante el periodo que se reporta, en las economías avanzadas los índices bursátiles y los precios de los activos con mayor riesgo registraron una caída (Gráfica 146a). Además, el dólar de los Estados Unidos se apreció de manera generalizada con respecto a las monedas de otros países avanzados y emergentes y se han apretado las condiciones financieras de este país (Gráfica 146b). Por otra parte, las tasas de interés de largo plazo de bonos gubernamentales en este grupo de países pronunciaron su caída (Gráfica 146c). Entre otras razones, esta evolución se atribuyó a una mayor demanda por activos de bajo riesgo ante el reciente deterioro generalizado en la percepción de los inversionistas sobre las

perspectivas de crecimiento mundial, la sorpresiva decisión del Banco de Japón de reducir a tasas negativas el interés pagado sobre parte de los depósitos de los bancos, y en general debido a mayores expectativas de que diversos bancos centrales de economías avanzadas mantendrán una postura ampliamente acomodaticia.

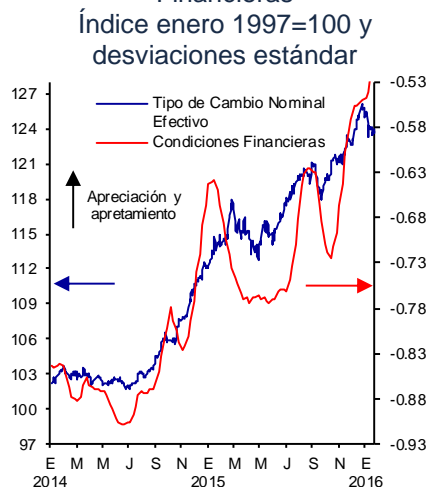
Gráfica 146
Indicadores Financieros en Economías Avanzadas Seleccionadas

a) Mercados Accionarios
Índice 01/01/2014=100



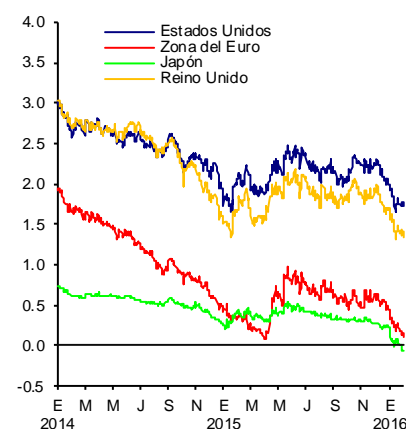
Fuente: Bloomberg.

b) Estados Unidos: Tipo de Cambio Nominal Efectivo y Condiciones Financieras



Fuente: Banco de la Reserva Federal de Chicago y Sistema de la Reserva Federal.

c) Rendimiento de los Bonos a 10 Años En por ciento



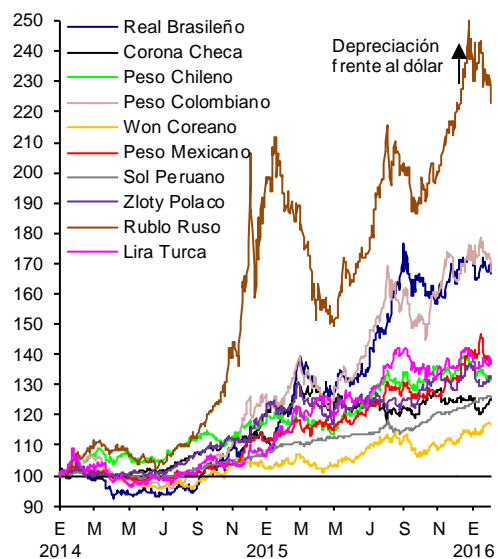
Fuente: Bloomberg.

Por su parte, durante las primeras semanas de 2016 las economías emergentes en general exhibieron fuertes depreciaciones en sus tipos de cambio, un deterioro en sus índices accionarios e indicadores de riesgo soberano, así como una salida de capitales (Gráfica 147). Entre los factores que contribuyeron al deterioro de los mercados financieros de este grupo de economías, destacan las preocupaciones sobre la sustentabilidad de la deuda de algunos países, particularmente en aquellos con niveles elevados de pasivos en moneda extranjera, el impacto de los menores precios de las materias primas, en particular del petróleo, y en general, de la atonía del crecimiento económico global. Además los cambios en la regulación bancaria internacional que contemplan mayores requerimientos de capital sobre las posiciones en instrumentos de deuda que podrían mantener estos, junto con reglas específicas en algunos países, como Estados Unidos, que les limitan específicamente conservar posiciones en dichos instrumentos, han propiciado una reducción de las tenencias de los valores mencionados por los bancos globales para propósito de negociación (“trading book”) en estas economías. Esto ha afectado la profundidad y liquidez de los mercados financieros en los países en donde los bancos globales juegan un papel importante, lo que también ha incidido en las condiciones de los mercados financieros de estos países y exacerbado las respuestas de sus variables financieras a diversos choques.

Gráfica 147

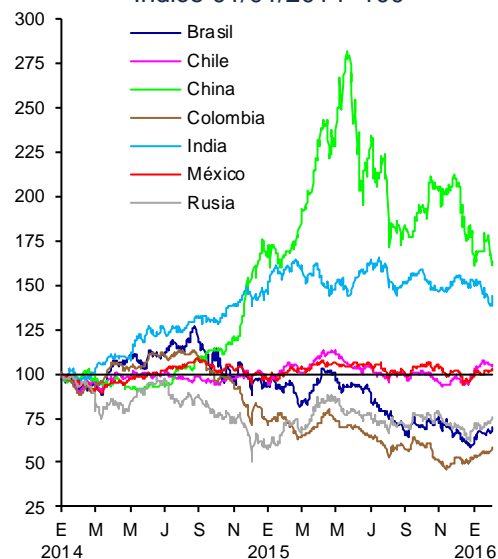
Indicadores Financieros de Economías Emergentes

a) Tipo de Cambio
Índice 01/01/2014=100



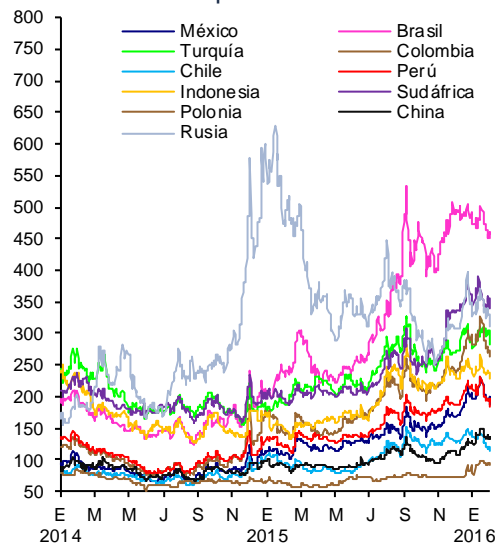
Fuente: Bloomberg.

b) Mercados Accionarios
Índice 01/01/2014=100



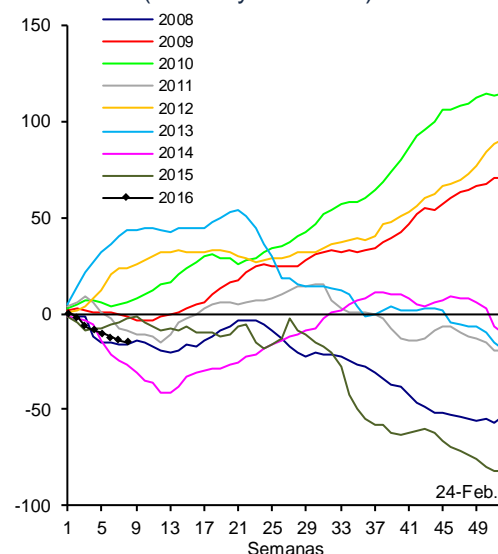
Fuente: Bloomberg.

c) Indicadores de Mercado que Miden el Riesgo de Crédito Soberano (CDS) En puntos base



Fuente: Bloomberg.

d) Flujos Acumulados de Fondos Dedicados a Economías Emergentes (Deuda y Acciones) ^{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.

3.2. Evolución de la Economía Mexicana

3.2.1. Actividad Económica

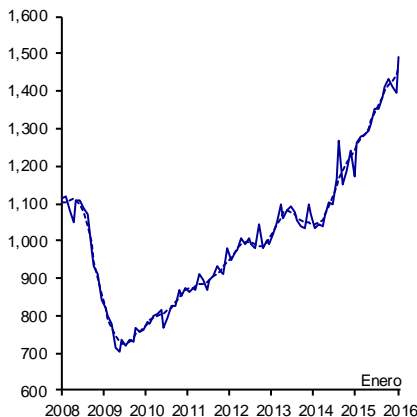
En el cuarto trimestre de 2015, la economía mexicana continuó mostrando un crecimiento sustentado en el comportamiento del consumo privado, en tanto que las exportaciones manufactureras siguieron estancadas, como reflejo de la debilidad en la actividad industrial estadounidense y de la disminución de la demanda de otros países, mientras que la inversión fija bruta redujo su dinamismo. En consecuencia, el crecimiento de la actividad productiva en el cuarto trimestre de 2015 fue inferior al observado en el trimestre previo.

En efecto, respecto a la evolución de la demanda interna, los indicadores del consumo privado sugieren que este siguió exhibiendo en el cuarto trimestre de 2015 un ritmo de expansión relativamente elevado. En particular:

- i. Las ventas de la ANTAD siguieron registrando una trayectoria ascendente en el cuarto trimestre de 2015. Asimismo, los ingresos por suministro de bienes y servicios de empresas comerciales al por menor continuaron creciendo en octubre y noviembre, si bien disminuyeron en el último mes de 2015 (Gráfica 148a). Por su parte, con datos a enero de 2016, las ventas internas de vehículos ligeros han mantenido un fuerte dinamismo y se ubican en niveles especialmente elevados (Gráfica 148b). Finalmente, el indicador mensual del consumo privado en el mercado interior, el cual es una medida más amplia del consumo privado, en el bimestre octubre – noviembre de 2015 siguió presentando una trayectoria creciente (Gráfica 148c). A su comportamiento no solo contribuyó la expansión en el consumo de bienes, sino que destaca el dinamismo del gasto en servicios.
- ii. Este desempeño ha sido reflejo, en parte, de la evolución positiva del mercado laboral y de la baja inflación, lo cual ha producido incrementos en la masa salarial real (Gráfica 149a). Asimismo, en el cuarto trimestre de 2015 y principios de 2016 el ingreso por remesas familiares continuó registrando una tendencia creciente y, para 2015 en su conjunto, exhibió niveles cercanos a los reportados antes del estallido de la crisis financiera global (Gráfica 149b). Adicionalmente, el índice de confianza del consumidor mostró cierta mejoría respecto al débil desempeño observado en los primeros trimestres de 2015, lo cual es más evidente en el componente correspondiente a la percepción sobre la posibilidad actual de compra de bienes duraderos (Gráfica 149c). Por su parte, el crédito al consumo de la banca comercial presentó un mayor ritmo de crecimiento que en el tercer trimestre de 2015 (ver Sección 3.2.3).

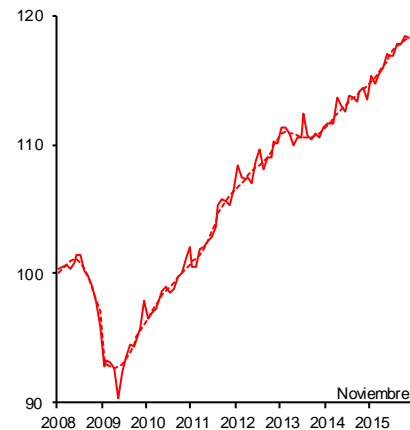
Gráfica 148

Indicadores de Consumo
 b) Ventas Internas de Vehículos Ligeros al Menudeo
 Miles de unidades anualizadas, a. e.



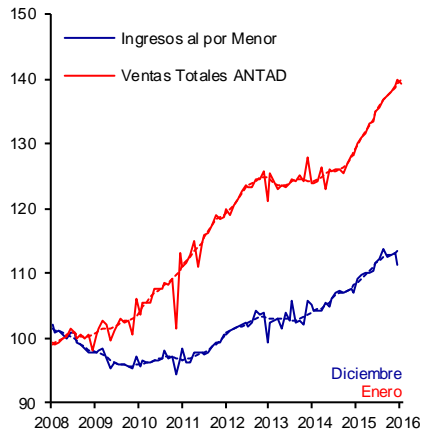
a. e. / Serie con ajuste estacional y serie de tendencia. La primera se representa con la línea sólida y la segunda con la punteada.
 Fuente: Elaboración de Banco de México con información de la Asociación Mexicana de la Industria Automotriz (AMIA).

c) Indicador Mensual del Consumo Privado en el Mercado Interior
 Índice 2008=100, a. e.



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

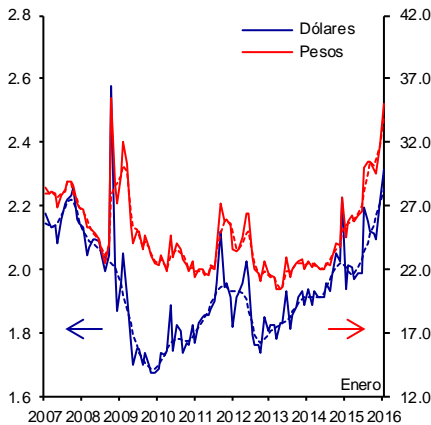
a) Ingresos en Empresas Comerciales al por Menor y Ventas a Tiendas Totales de la ANTAD
 Índice 2008=100, a. e.



a. e. / Serie con ajuste estacional y serie de tendencia. La primera se representa con la línea sólida y la segunda con la punteada.
 Fuente: Encuesta Mensual sobre Empresas Comerciales, INEGI; y elaboración de Banco de México con información de la ANTAD.

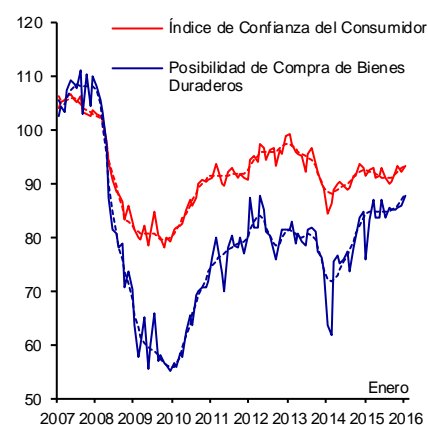
Gráfica 149

Determinantes del Consumo
 b) Remesas Familiares
 Miles de millones de dólares y de pesos constantes,^{1/} a. e.



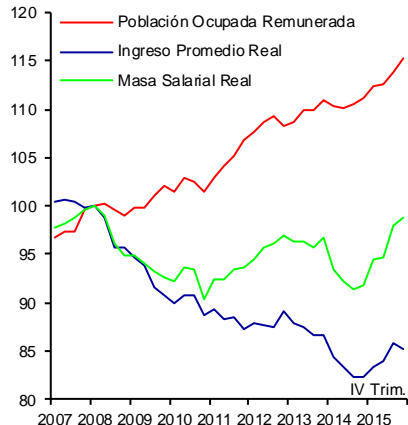
a. e. / Serie con ajuste estacional y serie de tendencia. La primera se representa con la línea sólida y la segunda con la punteada.
 1/ A precios de la segunda quincena de diciembre de 2010.
 Fuente: Banco de México.

c) Confianza del Consumidor
 Índice enero 2003=100, a. e.



a. e. / Serie con ajuste estacional y serie de tendencia. La primera se representa con la línea sólida y la segunda con la punteada.
 Fuente: Encuesta Nacional sobre la Confianza del Consumidor (ENCO), INEGI y Banco de México.

a) Masa Salarial Real Total
 Índice I-2008=100, a. e.



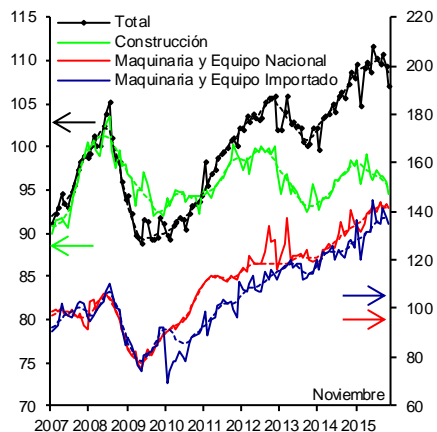
a. e. / Series con ajuste estacional.
 Fuente: Elaboración de Banco de México con información de la Encuesta Nacional de Ocupación y Empleo (ENOE), INEGI.

En contraste, a finales de 2015 la inversión fija bruta presentó señales de un posible cambio de tendencia desfavorable (Gráfica 150a). Este desempeño es consecuencia de que a la trayectoria decreciente que ha venido mostrando la inversión en construcción desde principios de 2015, en particular en el rubro no

residencial (Gráfica 150b), se ha sumado recientemente una desaceleración de la inversión en maquinaria y equipo. En efecto, las importaciones de bienes de capital exhibieron una contracción en el cuarto trimestre de 2015, luego de haber presentado una tendencia positiva en los primeros tres trimestres del año (Gráfica 150c).

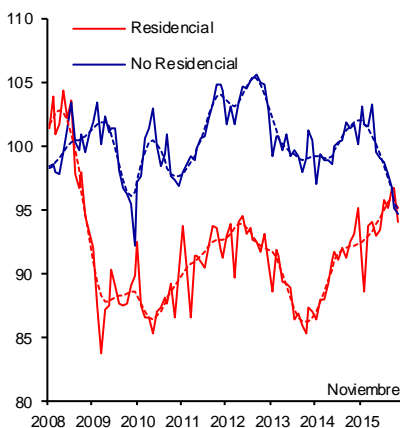
Gráfica 150
Indicadores de Inversión
Índice 2008=100, a. e.

a) Inversión y sus Componentes



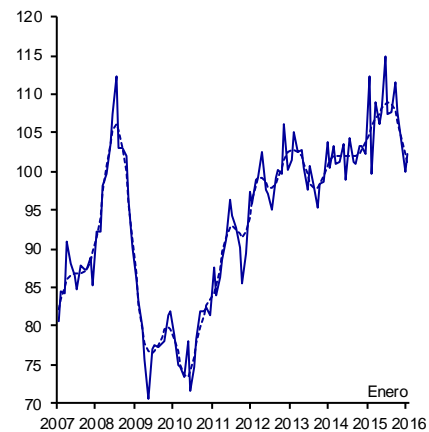
a. e. / Serie con ajuste estacional y serie de tendencia. La primera se representa con la línea sólida y la segunda con la punteada.
Fuente: Sistema de Cuentas Nacionales de México, INEGI.

b) Inversión en Construcción Residencial y No Residencial



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

c) Importaciones de Bienes de Capital



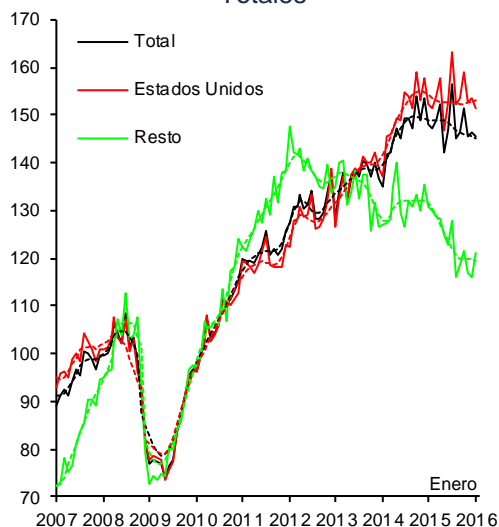
a. e. / Serie con ajuste estacional y serie de tendencia. La primera se representa con la línea sólida y la segunda con la punteada.
Fuente: SAT, SE, Banco de México, INEGI. Balanza Comercial de Mercancías de México. SNIEG. Información de Interés Nacional.

En cuanto a la demanda externa, a pesar de la depreciación del tipo de cambio real del peso frente al dólar, las exportaciones manufactureras siguieron registrando un estancamiento en el último trimestre de 2015 y en el primer mes de 2016, de manera congruente con la debilidad que se ha venido observando en la actividad industrial en Estados Unidos y con el deterioro de la demanda proveniente del resto del mundo (ver Recuadro 6) (Gráfica 151a). En efecto, tanto las exportaciones automotrices, como las no automotrices dirigidas a Estados Unidos, mostraron un bajo dinamismo, a la vez que las canalizadas al resto del mundo continuaron exhibiendo una tendencia negativa (Gráfica 151b y Gráfica 151c). En particular, el bajo ritmo de crecimiento de las exportaciones automotrices a Estados Unidos a finales de 2015 podría asociarse al hecho de que estas en su mayoría están orientadas a satisfacer el mercado de sedanes, los cuales vieron reducida su demanda relativa respecto a la de camionetas para pasajeros, posiblemente como consecuencia de la reducción en el precio de la gasolina en ese país.

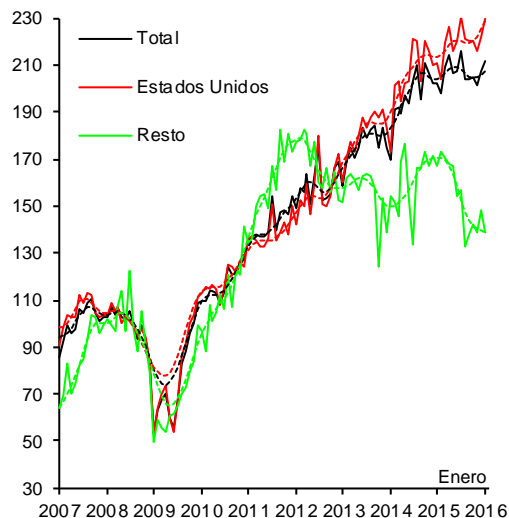
Por su parte, las exportaciones petroleras siguieron presentando una trayectoria decreciente la cual, en el periodo que se reporta, reflejó tanto una disminución en el precio de exportación de la mezcla mexicana de crudo, como un menor volumen exportado (Gráfica 151d).

Gráfica 151
Indicadores de las Exportaciones
 Índice 2008=100, a. e.

a) Exportaciones Manufactureras Totales

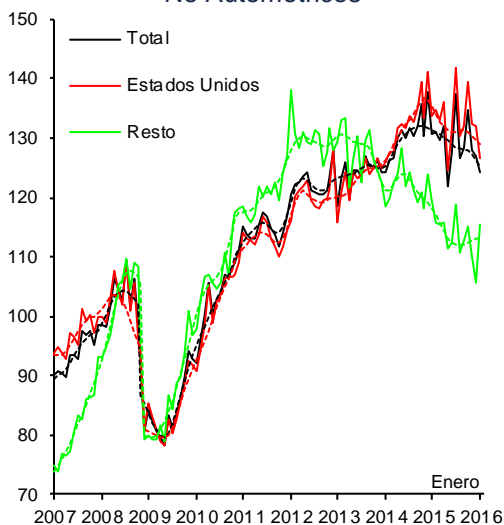


b) Exportaciones Manufactureras Automotrices

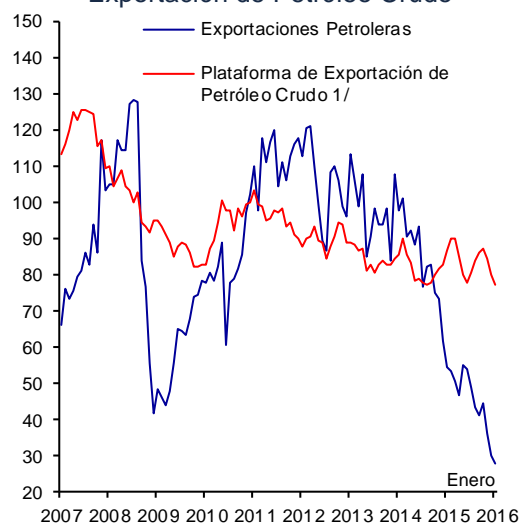


a. e. / Serie con ajuste estacional y serie de tendencia. La primera se representa con la línea sólida y la segunda con la punteada.
 Fuente: Banco de México con base en SAT, SE, Banco de México, INEGI. Balanza Comercial de Mercancías de México. SNIEG. Información de Interés Nacional.

c) Exportaciones Manufactureras No Automotrices



d) Exportaciones Petroleras y Plataforma de Exportación de Petróleo Crudo



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

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

a. e. / Serie con ajuste estacional.

1/ Promedio móvil de tres meses de barriles diarios.

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

Recuadro 6

Análisis de la Evolución Reciente de las Exportaciones Manufactureras Mexicanas a Estados Unidos

1. Introducción

Las exportaciones manufactureras mexicanas presentaron un estancamiento durante 2015, en un contexto en el cual la producción industrial de Estados Unidos y la demanda mundial se han desacelerado de manera importante. Sin embargo, este comportamiento podría parecer atípico ante la marcada depreciación real que presentó la moneda nacional.

La desaceleración del comercio mundial después de la crisis financiera global, en un entorno en el cual las monedas de diversas economías se han depreciado respecto al dólar, ha traído un renovado interés por el análisis de la sensibilidad de las exportaciones de un país ante choques en el tipo de cambio real.¹ Se ha argumentado que la mayor prevalencia de cadenas globales de valor podría explicar parte de esta aparente menor respuesta. En efecto, cuando los países comparten cadenas productivas, una depreciación de la moneda de uno de ellos no solo implica que sus exportaciones pueden venderse más baratas, sino que el costo de sus insumos también se incrementa, por lo que el efecto favorable de la depreciación sería menor que si todos los insumos se produjeran localmente. Además, en la integración de cadenas productivas, un país productor de bienes intermedios se ve afectado por cambios en la demanda por exportaciones del país al final de la cadena de producción, a diferencia de una situación en que solo se exportaran bienes finales, caso en el que solo sería relevante la demanda directa proveniente del país comprador. Así, el efecto de una menor demanda de insumos intermedios por parte del país comprador puede contrarrestar parte del impacto positivo de la depreciación del tipo de cambio real sobre las exportaciones del país vendedor.

México ha compartido por varias décadas cadenas de producción con Estados Unidos, particularmente a partir de la implementación del TLCAN, de modo que incluso los ciclos económicos de las dos economías se han sincronizado.² Así, dada la existencia de cadenas productivas entre los sectores manufactureros de México y Estados Unidos, los factores que afectan el

desempeño del sector manufacturero estadounidense tienen efectos sobre la producción y exportación de las manufacturas mexicanas. En este sentido, dichos factores, como podría ser una caída en las exportaciones realizadas por Estados Unidos, pudieran ser inclusive más importantes para entender la evolución de las exportaciones mexicanas que las variaciones en el tipo de cambio real del peso respecto al dólar, al menos en el corto plazo. En efecto, si bien una depreciación podría impulsar las exportaciones de México, puede tomar tiempo que se materialice su efecto completo, ya que las empresas tardan en ajustar sus decisiones de producción y de inversión debido a que tienen que modificar la asignación de recursos productivos. En cambio, si las exportaciones de Estados Unidos caen, su efecto sobre las importaciones de insumos provenientes de México es más inmediato.

En este Recuadro se presenta evidencia de que las exportaciones manufactureras de México a Estados Unidos son relativamente más sensibles ante cambios en el nivel de la demanda externa, medida mediante la producción manufacturera estadounidense, que ante choques en el tipo de cambio real. Además, el análisis también sugiere que la respuesta frente a variaciones en la producción manufacturera de Estados Unidos es más inmediata. Estos resultados van en la dirección esperada, tomando en cuenta la integración de México en cadenas de producción con Estados Unidos.

De manera relacionada, también se presenta evidencia de una caída significativa reciente en la demanda por importaciones de bienes intermedios por parte de Estados Unidos. Esta reducción podría asociarse a su vez a un menor volumen de exportaciones de ese país, como resultado tanto de la apreciación generalizada del dólar, como de un menor crecimiento global. Las exportaciones de México de ese tipo de productos también han disminuido, de manera acorde con la menor demanda estadounidense. Desde una perspectiva de más baja frecuencia, las menores exportaciones e importaciones de bienes manufacturados por parte de Estados Unidos podrían deberse también al cambio tecnológico en ese país que ha inducido una reubicación de las manufacturas intensivas en mano de obra a otras regiones del mundo.

2. Relación de las exportaciones manufactureras de México a Estados Unidos con la producción manufacturera estadounidense y el tipo de cambio real del peso frente al dólar

La correlación entre las exportaciones manufactureras de México y la producción manufacturera de Estados Unidos puede apreciarse en la Gráfica 1. La Gráfica muestra una desaceleración en el crecimiento de la producción

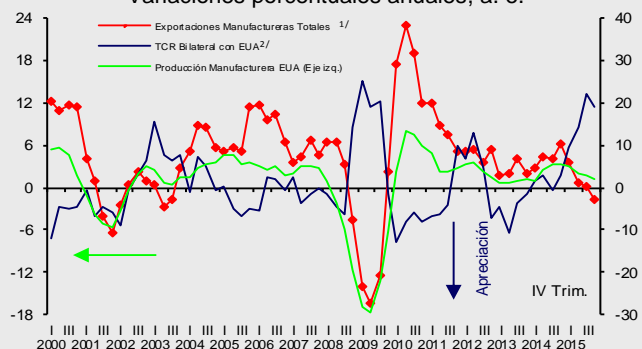
¹ Véanse los documentos Haltmaier Jane (2015), "The slowdown in global trade," FRB IFDP Notes; IMF (2015), "Exchange rates and trade flows: disconnected?," Capítulo 3 del World Economic Outlook, Octubre; y Ahmed et al. (2015), "Depreciations without exports? Global value chains and the exchange rate elasticity of exports," World Bank policy research working paper.

² Véanse Chiquiar, Daniel y Manuel Ramos-Francia (2005), "Trade and business-cycle synchronization: evidence from Mexican and U.S. manufacturing industries," The North American Journal of Economics and Finance y los Recuadros correspondientes a los Informes Trimestrales de Enero - Marzo de 2014 y de Abril - Junio de 2015.

manufacturera estadounidense entre 2014 y 2015, lo que también se observó en las exportaciones manufactureras mexicanas a ese país en el mismo periodo. En contraste, la correlación entre las exportaciones manufactureras mexicanas con el tipo de cambio real del peso frente al dólar es menos evidente (Gráfica 1).

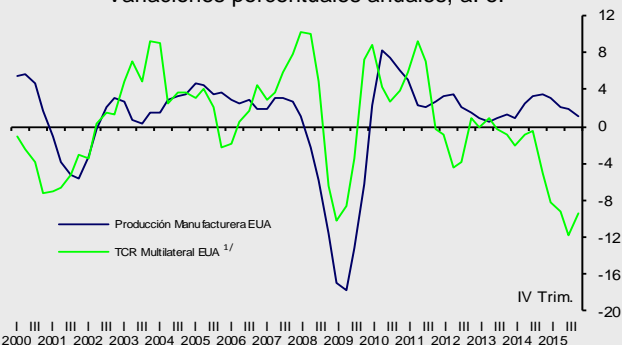
Por el contrario, el tipo de cambio real de Estados Unidos parecería mostrar una correlación más cercana con la producción manufacturera de ese país (Gráfica 2). Así, la apreciación generalizada de su moneda parecería ser uno de los factores que han conducido a la desaceleración de su producción manufacturera, junto con la disminución en el comercio internacional y el menor crecimiento económico mundial. De este modo, la apreciación generalizada del dólar y su efecto negativo sobre las exportaciones de Estados Unidos parecerían haber afectado a su vez las exportaciones mexicanas.

Gráfica 1
Exportaciones Manufactureras de México, Tipo de Cambio Real Bilateral con Estados Unidos y Producción Manufacturera de Estados Unidos
Variaciones porcentuales anuales, a. e.



a. e. / Cifras con ajuste estacional.
1/ De cifras expresadas en millones de dólares corrientes.
2/ Cifras sin ajuste estacional.
Fuente: Banco de México y Reserva Federal de Estados Unidos.

Gráfica 2
Tipo de Cambio Real y Producción Manufacturera de Estados Unidos
Variaciones porcentuales anuales, a. e.



a. e. / Cifras con ajuste estacional.
1/ Cifras sin ajuste estacional.
Nota: Una depreciación del tipo de cambio real multilateral de Estados Unidos se refleja en variaciones porcentuales positivas.
Fuente: Reserva Federal de Estados Unidos.

Con el propósito de estimar el efecto de los cambios en la producción manufacturera de Estados Unidos y en el tipo de cambio real bilateral entre México y Estados Unidos sobre las exportaciones mexicanas a dicho país de manera formal, se estimó un modelo de corrección de error (MCE) que relaciona estas variables. La estimación se realizó utilizando cifras trimestrales desestacionalizadas del primer trimestre de 1994 al cuarto de 2015.

La relación de largo plazo identificada es la siguiente:

$$X_t = 1.40 Y_t^{EUA} + 0.44 TCR_t + EC_t$$

(0.34) (0.21)

Asimismo, se obtuvo la siguiente especificación de la dinámica de corto plazo:

$$\Delta X_t = -0.30 - 0.09 EC_{t-1} - 0.11 \Delta X_{t-3} + 1.90 \Delta Y_t^{EUA} - 0.31 \Delta Y_{t-8}^{EUA} - 0.12 \Delta TCR_{t-1} + 0.05 \Delta TCR_{t-2} + 0.13 \Delta TCR_{t-4}$$

(0.20) (0.03) (0.04) (0.11) (0.11) (0.03) (0.02) (0.02)

Donde:

X = Exportaciones manufactureras a Estados Unidos en dólares constantes, ajustadas por estacionalidad y deflactadas con el índice de precios al consumidor de Estados Unidos.

Y^{EUA} = Índice de volumen de producción manufacturera de Estados Unidos ajustado por estacionalidad.

TCR = Tipo de cambio real bilateral con precios al consumidor.

EC = Término de Corrección de Error.

Se puede observar que la sensibilidad de las exportaciones a la evolución de la producción manufacturera de Estados Unidos es mayor que la referente al tipo de cambio real, lo cual se aprecia en la magnitud de los coeficientes estimados. Lo anterior es evidente tanto en la relación de largo plazo, como en la dinámica de corto plazo. Cabe destacar que la respuesta de corto plazo de las exportaciones de México ante fluctuaciones en el tipo de cambio real es muy reducida, aunque estadísticamente sí es diferente de cero. No obstante, la elasticidad de largo plazo es mayor. Este resultado sugiere que la reacción de las empresas exportadoras ante fluctuaciones del tipo de cambio real toma cierto tiempo en materializarse. Una simulación del modelo en la que se incrementa de manera exógena el tipo de cambio en el primer trimestre de un año sugiere que el mayor efecto se presentará a lo largo del año posterior a que tuviera lugar el choque. Es decir, los efectos positivos sobre las exportaciones de una depreciación del tipo de cambio real se observan de manera más evidente entre 5 y 8 trimestres después de dicha depreciación.

El modelo estimado permite calcular en qué medida la desaceleración de la producción industrial estadounidense ha ocasionado un menor crecimiento de las exportaciones manufactureras mexicanas a ese país. En particular, en un escenario contrafactual en el que el sector manufacturero de Estados Unidos hubiera crecido 2.8 por ciento en 2015 (la tasa promedio observada en los

últimos seis años), en lugar del aumento de 2.0 por ciento registrado en el año, las exportaciones manufactureras mexicanas a ese país hubieran crecido a un ritmo de 4.5 por ciento, lo que se compara con el 2.5 por ciento observado.

Por otra parte, si bien los efectos de una depreciación del tipo de cambio real son moderados en el corto plazo, la elasticidad de largo plazo estimada en el modelo sugiere que un incremento en el tipo de cambio real del peso frente al dólar como el registrado en 2015, de 16.2 por ciento, podría implicar que las exportaciones se ubicaran 7.1 por ciento por encima de lo que podría haberse observado en ausencia de tal depreciación una vez que se materializara todo su efecto. Así, si bien la sensibilidad ante la producción industrial de Estados Unidos es mayor a la correspondiente al tipo de cambio real, la magnitud del choque a esta última variable sugiere que podría impulsar de manera significativa a las exportaciones mexicanas en los próximos trimestres. No obstante, los choques adversos sobre el nivel de la producción manufacturera estadounidense podrían estar contrarrestando dicho impulso.

3. Importaciones de insumos intermedios de Estados Unidos

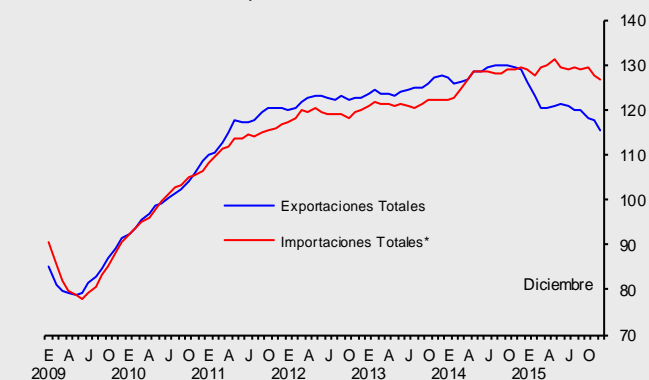
Como ya se mencionó, los resultados reportados en este Recuadro, en particular el de un efecto importante de la producción manufacturera estadounidense y mayor al del tipo de cambio real sobre las exportaciones mexicanas, podrían deberse, en parte, a que México y Estados Unidos comparten cadenas de producción de bienes manufactureros. En este sentido, la caída en la demanda externa de Estados Unidos ha tenido consecuencias adversas importantes sobre las exportaciones de México. En efecto, las exportaciones estadounidenses se han desacelerado de manera significativa, ante un menor crecimiento global y la apreciación generalizada del dólar. De manera relacionada, también sus importaciones se han estancado (Gráfica 3). Esta disminución en las importaciones se debe, en buena medida, a la caída en las importaciones de materiales y suministros industriales (Gráfica 4). En particular, dichas importaciones registraron una fuerte contracción de 27.6 por ciento de marzo de 2014 a diciembre de 2015.

De manera congruente con la disminución en la demanda de Estados Unidos por bienes intermedios, las importaciones por ese tipo de bienes provenientes de México son las que han tendido a presentar la contracción

más importante (Gráfica 5).³ Así, la menor demanda por bienes intermedios ha afectado la evolución de las exportaciones manufactureras de México.⁴ Cabe señalar que México no ha perdido participación en las importaciones de Estados Unidos de bienes intermedios, lo que sugiere que la debilidad en este tipo de exportaciones ha sido consecuencia de la menor demanda, y no de una menor competitividad del país (Gráfica 6).

La información presentada también permite notar que, en contraste, las importaciones de Estados Unidos de bienes finales, como lo son bienes de consumo no automotriz y vehículos, han mostrado una tendencia positiva. Lo anterior, posiblemente como consecuencia de que su demanda en Estados Unidos ha mantenido un dinamismo más favorable que su sector externo. Así, las importaciones provenientes de México de este tipo de bienes también se han incrementado, aunque se ha observado una recomposición en las importaciones automotrices provenientes de México hacia autopartes, en relación a vehículos terminados.

Gráfica 3
Exportaciones e Importaciones de Estados Unidos*
Índices 2010=100, promedio móvil de tres meses, a. e.



a. e. / Cifras con ajuste estacional.

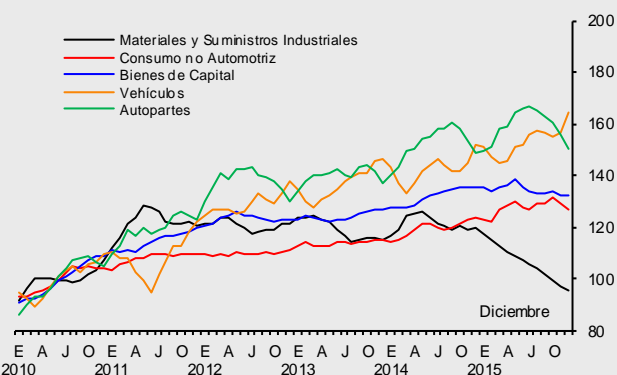
* Excluye petróleo crudo.

Fuente: Departamento de Comercio de Estados Unidos.

³ El Departamento de Comercio de Estados Unidos publica las importaciones totales de ese país por uso final del bien. Para el análisis aquí presentado, esta clasificación tiene la salvedad de que cada bien se clasifica únicamente en uno de los tipos de importaciones, de modo que, por ejemplo, todas las computadoras se consideran bienes de capital y no es posible distinguir si algunas podrían ser utilizadas en una etapa intermedia de producción. Para el caso de la clasificación de las importaciones provenientes de México, dado que el Departamento de Comercio no publica dicha información con periodicidad mensual, se utilizó la información publicada bajo el Sistema Armonizado de Clasificación Arancelaria y la tabla de correspondencia entre dicho sistema y el de uso final de bienes para estimarla.

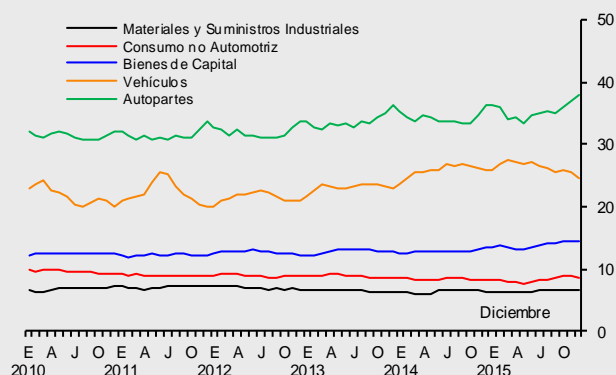
⁴ Aunque las exportaciones intermedias de México representaron cerca de 10 por ciento de las exportaciones sin petróleo crudo a Estados Unidos en marzo de 2014, antes de que se registrara la reciente caída en las importaciones de este tipo de bienes por parte de Estados Unidos, la disminución ha sido tan pronunciada que ha afectado la evolución del total de las exportaciones mexicanas.

Gráfica 4
Importaciones Sin Petróleo Crudo Totales de Estados Unidos por Uso Final del Bien
 Índices 2010=100, promedio móvil de tres meses, a. e.



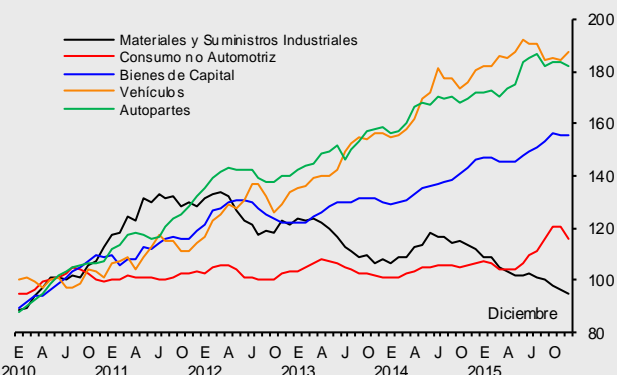
a. e. / Cifras con ajuste estacional.
 Fuente: Elaboración de Banco de México con información del Departamento de Comercio de Estados Unidos.

Gráfica 6
Participación de México en las Importaciones sin Petróleo Crudo de Estados Unidos por Uso Final del Bien
 Por ciento del total, a. e.



a. e. / Cifras con ajuste estacional.
 Fuente: Elaboración de Banco de México con información del Departamento de Comercio de Estados Unidos.

Gráfica 5
Importaciones Sin Petróleo Crudo de Estados Unidos Provenientes de México por Uso Final del Bien
 Índices 2010=100, promedio móvil de tres meses, a. e.



a. e. / Cifras con ajuste estacional.
 Fuente: Elaboración de Banco de México con información del Departamento de Comercio de Estados Unidos.

4. Consideraciones finales

Los resultados de este Recuadro sugieren que existe el riesgo de que choques al volumen de la demanda externa pudieran continuar contrarrestando el posible impulso a las exportaciones mexicanas derivado de la depreciación del tipo de cambio real del peso frente al dólar.

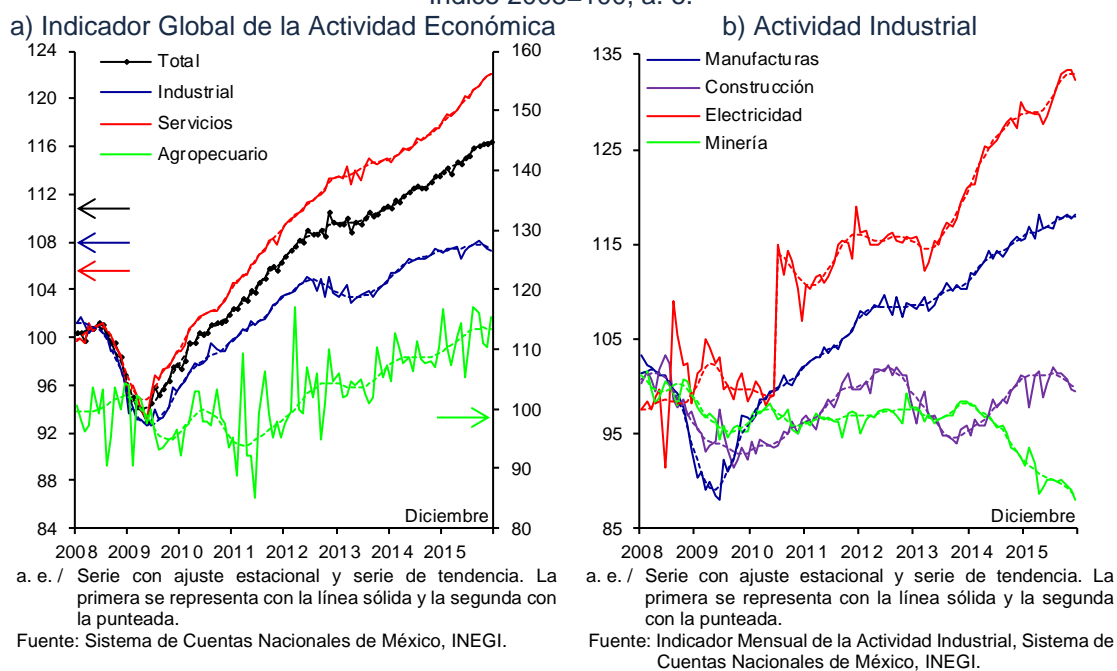
En este sentido, destaca la importancia de continuar con la adecuada implementación de las reformas estructurales. Por una parte, estas permitirían generar fuentes internas de crecimiento que ayudarían a la fortaleza del marco macroeconómico mexicano en un entorno internacional más adverso. Además, y de manera directamente relacionada con los resultados de este análisis, permitirán que la economía mexicana tenga la flexibilidad necesaria para que los productores puedan reasignar de manera más rápida y eficiente sus recursos productivos, de manera acorde con la depreciación del tipo de cambio real.

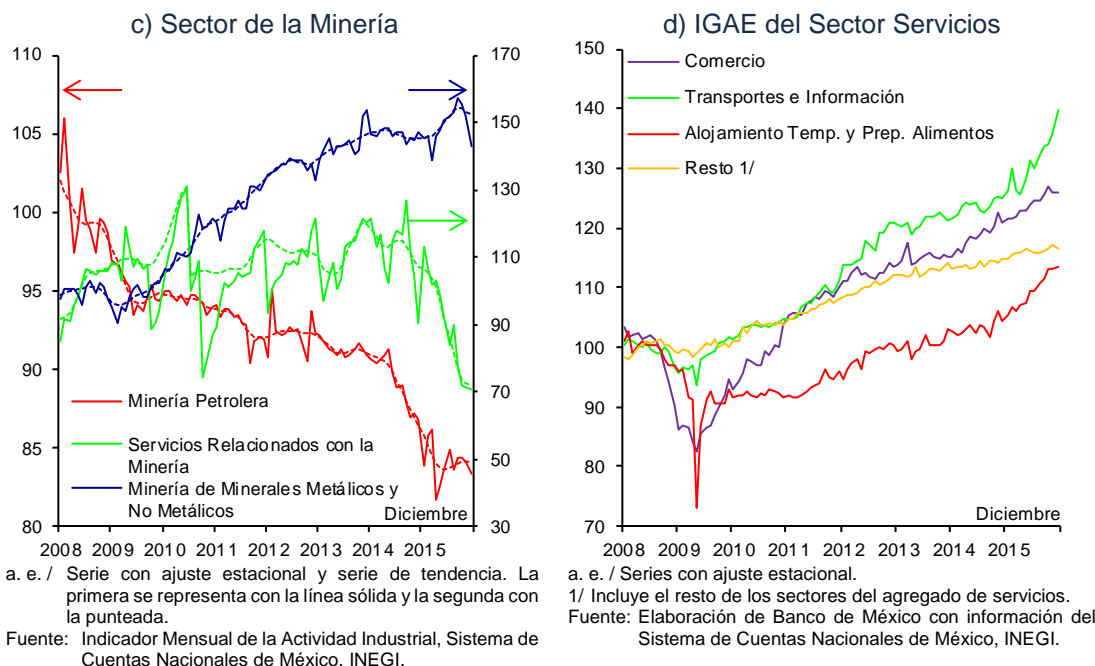
Por el lado de la producción, la expansión de la economía en el cuarto trimestre reflejó fundamentalmente el dinamismo de los servicios, toda vez que la producción industrial se mantuvo estancada (Gráfica 152a).

- i. En particular, al interior de la producción industrial, en el periodo octubre – diciembre el sector de la electricidad continuó expandiéndose a un ritmo acelerado, en parte como resultado de la implementación de la reforma estructural llevada a cabo en ese sector. Por su parte, si bien la producción manufacturera mantuvo una tendencia positiva, se desaceleró de manera notoria ante la debilidad en la actividad industrial de Estados Unidos y en la demanda proveniente de otros países. En contraste, el sector de la construcción siguió mostrando una trayectoria negativa (Gráfica 152b). Asimismo, la minería continuó cayendo, en particular como consecuencia de las disminuciones en el subsector relacionado con la exploración de pozos petroleros (Gráfica 152c).

- ii. En cuanto a los servicios, en el último trimestre de 2015 se registró un crecimiento prácticamente generalizado entre sus componentes (Gráfica 152d). Sin embargo, destaca el dinamismo de algunos servicios más asociados al consumo, como los de los sectores de comercio y de información en medios masivos. Por el contrario, los servicios de dirección de corporativos y empresas y los de esparcimiento, culturales y recreativos mostraron una contracción.
- iii. En el cuarto trimestre de 2015, las actividades primarias exhibieron una reducción derivada de una caída en las cosechas de varios cultivos del ciclo primavera - verano y de ciertos cultivos perennes.

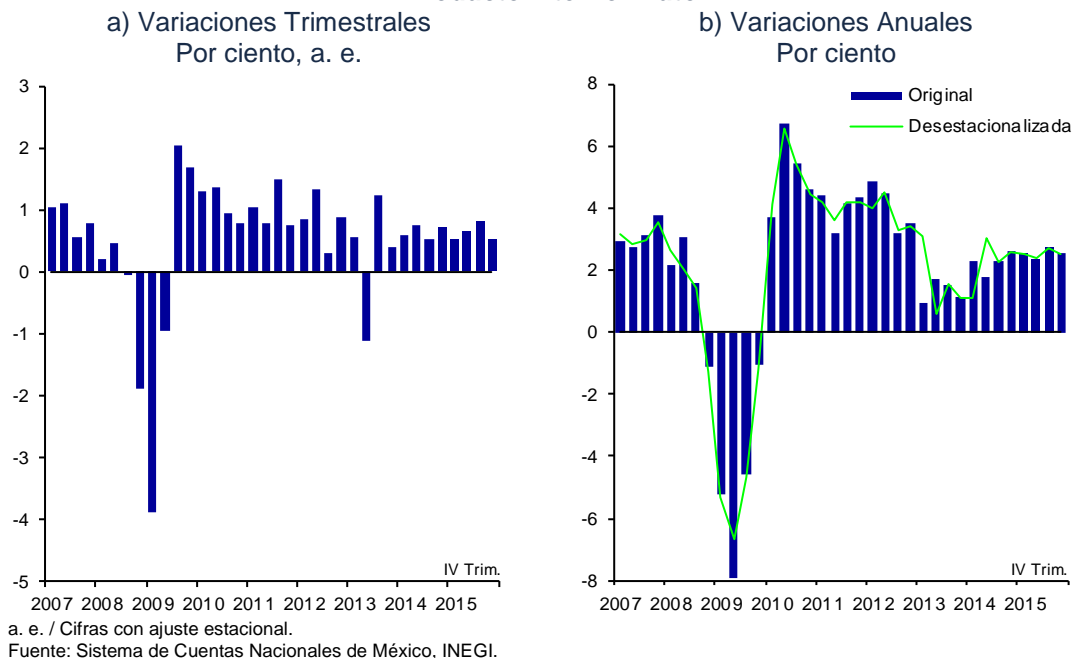
Gráfica 152
Indicadores de Producción
 Índice 2008=100, a. e.





Como resultado de lo anterior, la actividad económica mostró un incremento trimestral desestacionalizado de 0.5 por ciento en el cuarto trimestre de 2015, cifra que se compara con la de 0.8 por ciento observada en el trimestre previo (Gráfica 153a). Tanto con datos ajustados por estacionalidad, como con cifras sin ajuste estacional, la economía mexicana exhibió un incremento anual de 2.5 por ciento en el trimestre de referencia, el cual se compara con el crecimiento de 2.7 por ciento registrado en el trimestre anterior con cifras desestacionalizadas y con el de 2.8 por ciento con datos originales (Gráfica 153b). Con base en este resultado, se observó un crecimiento del PIB de México para 2015 en su conjunto de 2.5 por ciento, ligeramente por encima del presentado en 2014 de 2.3 por ciento, y del esperado por el Banco de México.

Gráfica 153
Producto Interno Bruto



En el cuarto trimestre de 2015, la balanza comercial registró un déficit de 3,939 millones de dólares (Gráfica 154a) mientras que, para el año en su conjunto, presentó un saldo negativo de 14,460 millones de dólares. Este resultado se compara con el de 2,849 millones de dólares observado en 2014. Dicho cambio reflejó, principalmente, la disminución en el saldo de la balanza petrolera, el cual pasó de un superávit de 1,097 millones de dólares en 2014 a un déficit de 9,855 millones de dólares en 2015. Por su parte, el déficit de la balanza no petrolera pasó de 3,945 millones de dólares a 4,605 millones de dólares, en la misma comparación. El deterioro en la balanza petrolera en 2015 se debió a una caída en los términos de intercambio petroleros, al hecho de que la plataforma de exportación de crudo no mostró señales claras de recuperación, y al aumento que presentaron los volúmenes de productos petroleros importados (ver Recuadro 7).

Finalmente, en el último trimestre de 2015 la cuenta corriente registró un déficit semejante a los observados en los primeros tres trimestres de 2015 (Gráfica 154b). Cabe destacar que, a pesar de que en el cuarto trimestre de 2015 se observó una reducción en la tenencia de instrumentos de deuda gubernamental por parte de no residentes, el resto de los rubros que componen la cuenta financiera, incluyendo la inversión extranjera directa, captaron suficientes recursos para financiar el déficit de la cuenta corriente.

Recuadro 7 Comportamiento Reciente del Mercado Mundial de Petróleo y sus Efectos sobre la Balanza Comercial Petrolera de México

1. Introducción

A partir de 2014, se ha observado una importante disminución en el precio internacional del crudo, la cual ha tenido efectos adversos sobre la balanza comercial petrolera de México. En este Recuadro se analiza el comportamiento del mercado petrolero a nivel mundial y se explica que la reducción en el precio del crudo ha respondido tanto a factores de oferta, como de demanda. Además, para el caso de México, se muestra que la reducción en el precio de la mezcla mexicana de exportación ha conducido a un deterioro en los términos de intercambio en el comercio de productos petroleros, lo cual, junto con un incremento significativo en el volumen de importación y un plataforma de exportación de crudo relativamente estable, ha resultado en que la balanza petrolera de México haya pasado de un superávit de 1,097 millones de dólares en 2014 a un déficit de 9,855 millones de dólares en 2015.

2. Evolución y perspectivas del mercado mundial de petróleo

Los precios del petróleo han experimentado drásticas caídas desde mediados de 2014, pasando de 107 dólares por barril (dpb) en junio de ese año a menos de 30 dpb a mediados de enero de 2016, alcanzando un nivel mínimo de 26.2 dpb el 11 de febrero, según la cotización del West Texas Intermediate (WTI) (Gráfica 1). Esta evolución en el precio del crudo ha tenido efectos macroeconómicos importantes en países exportadores de petróleo.

En años anteriores, los precios del crudo mostraron incrementos debido a una creciente demanda proveniente de las economías emergentes, en particular de China. Esta alza motivó un incremento significativo en la producción de petróleo.

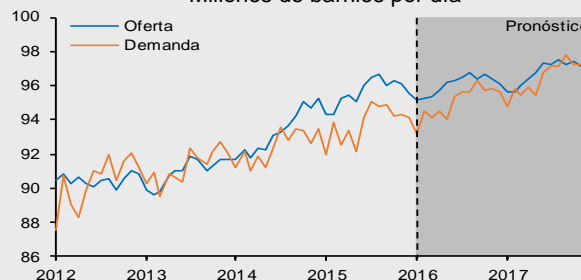
No obstante, este entorno eventualmente condujo a acciones de los oferentes de este energético que implicaron en la actualidad un desbalance entre oferta y demanda en el mercado petrolero mundial y a la fuerte caída de los precios del petróleo (Gráfica 2). En particular, resaltan los siguientes factores:

- Esfuerzos sostenidos de países no miembros de la Organización de Países Exportadores de Petróleo (OPEP) para aumentar su capacidad productiva, destacando el caso de Estados Unidos. En particular, el desarrollo de nuevas tecnologías con menores requerimientos de inversión y con horizontes de producción más cortos, como es el caso del petróleo de lutitas en este país, ha facilitado el aumento en la producción y aumentado las presiones competitivas en ese mercado.
- Un cambio drástico en la función de reacción de la OPEP, al decidir mantener sus niveles de producción, a pesar de la fuerte caída en los precios del crudo y del aumento significativo en los niveles de inventarios.
- Las expectativas de incrementos adicionales en la oferta mundial de crudo provenientes de la reciente eliminación de sanciones económicas a Irán y, en menor medida, la reciente decisión en los Estados Unidos de abrogar la restricción a la exportación de crudo por parte de este país.



Nota: El intervalo de confianza de 95% y la mediana se estiman con base en la distribución de probabilidad extraída de los precios de las opciones sobre precios del petróleo (WTI) al 5 de febrero de 2016.
Fuente: Elaborado por Banco de México con información de EIA y Bloomberg.

Gráfica 2
Oferta y Demanda Mundial de Petróleo
Millones de barriles por día



Fuente: EIA.

Adicionalmente, algunos factores de demanda, como el persistente deterioro de las perspectivas de crecimiento mundial, la atonía de la actividad industrial a nivel global y, de manera temporal, un invierno con temperaturas más cálidas en el hemisferio norte, han incidido negativamente en la evolución reciente del precio del crudo.

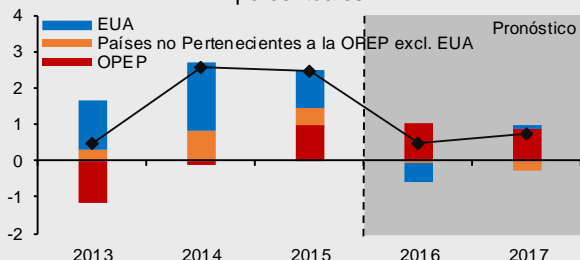
La reacción de la oferta mundial a los bajos precios del petróleo ha sido más moderada de lo esperado. En particular, la producción de petróleo en los Estados Unidos se ha mantenido más sólida de lo previsto, pese a

reducciones significativas en la inversión en el sector y en el número de campos petroleros en operación (Gráfica 3).¹

Por otra parte, en su reunión de diciembre de 2015 la OPEP ratificó su postura sobre mantener sin cambios sus niveles de producción, los cuales se espera se mantengan elevados en un futuro. Adicionalmente, se estima que la producción de Irán se incrementará de forma considerable.² En este entorno, recientemente algunos de los principales países productores de petróleo, en particular Rusia y Arabia Saudita, llegaron a un acuerdo tentativo para mantener su producción en los niveles de enero, con objeto de apoyar una mayor estabilidad de los precios. No obstante, el impacto de dicho acuerdo sobre los precios es aún incierto dado que no incluye a importantes productores como Irán e Irak.

**Gráfica 3
Oferta Mundial de Petróleo**

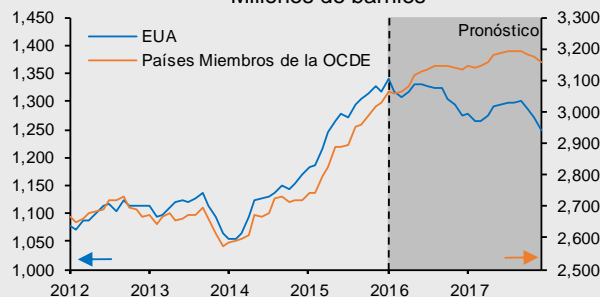
Variación anual en por ciento y contribuciones en puntos porcentuales



Fuente: EIA.

En estas condiciones de exceso de oferta, se anticipa que los inventarios de crudo se mantengan en niveles históricamente elevados por lo menos en los próximos dos años. De acuerdo con proyecciones de la Agencia de información de Energía de Estados Unidos, se prevé una acumulación de inventarios hasta la primera mitad del 2017 (Gráfica 4).

**Gráfica 4
Inventarios de Petróleo**
Millones de barriles



Fuente: EIA.

De esta forma, el mercado mundial de petróleo continuará mostrando un significativo desbalance estructural entre oferta y demanda. Ello hace prever la persistencia de precios deprimidos en el mediano plazo y con un alto grado de volatilidad. Adicionalmente, el balance de riesgos para dichos precios se mantiene con un sesgo a la baja, derivado de la posibilidad de que las exportaciones de crudo provenientes de Irán sean más elevadas que lo esperado, de que la producción de petróleo de lutitas en los Estados Unidos muestre mayor fortaleza a lo previsto, y de que las perspectivas de crecimiento globales se deterioren aún más, reduciendo la demanda de crudo.

3. Comportamiento reciente de la balanza petrolera de México

Los choques en el mercado mundial de crudo han afectado a la economía mexicana y, en particular, a la balanza comercial petrolera. En efecto, dicha balanza ha venido mostrando un deterioro en años recientes, el cual se acentuó en 2015. Como se detalla en esta sección, dicho deterioro ha sido reflejo tanto de una disminución en los términos de intercambio petroleros, como de un incremento en el volumen importado de productos derivados del petróleo, en un contexto en el que el volumen de crudo que México exporta se ha mantenido estancado.

3.1 Efectos de menores términos de intercambio

De manera congruente con la evolución negativa del precio del petróleo a nivel mundial, el precio de la mezcla mexicana de exportación de crudo (PME) también ha registrado una pronunciada disminución. En efecto, el PME presentó en 2015 una disminución anual de 49 por ciento, al pasar de un precio promedio en 2014 de 86.00 dpb a uno de 43.88 dpb en 2015 (Gráfica 5).

Asimismo, como consecuencia de la reducción en el precio internacional del crudo, los precios de los productos que se derivan de dicho bien también mostraron disminuciones. En particular, el precio internacional de la gasolina exhibió importantes reducciones. En específico, el precio promedio de la gasolina importada por México pasó de 0.74 dólares por

¹ Los productores de ese país han respondido a los bajos precios del petróleo con reducciones de costos e incrementos en productividad, concentrando su producción en los campos más eficientes, lo que ha atenuado la caída en la producción.

² La Agencia de Información de Energía de Estados Unidos (EIA, por sus siglas en inglés) estima que la producción de Irán podría pasar de 2.8 millones de barriles diarios en promedio en 2015 a más de 3.1 millones de barriles diarios en 2016 y casi 3.6 millones de barriles diarios en 2017.

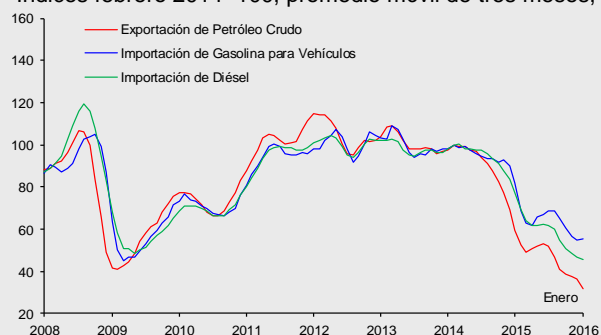
litro en 2014 a 0.50 dólares por litro en 2015, lo que implicó una reducción anual de 31.9 por ciento (Gráfica 5). Como puede apreciarse, esta caída fue menos que proporcional que la del petróleo crudo, lo cual podría deberse a que la gasolina es un bien con mayor grado de procesamiento. De manera similar, el precio de las importaciones mexicanas de diésel se ha reducido de manera evidente, aunque también en menor grado que el PME.³

Este comportamiento de los precios de las exportaciones e importaciones petroleras sugeriría que los términos de intercambio petroleros de México se han deteriorado recientemente. En este contexto, se estimaron dichos términos de intercambio mediante dos metodologías. Ambos métodos se enfrentan a la dificultad de obtener información adecuada sobre los valores unitarios de los productos exportados e importados, información requerida para su cálculo.⁴

Gráfica 5

Valor Unitario de la Exportación de Petróleo Crudo y de Importaciones Petroleras

Índices febrero 2014=100, promedio móvil de tres meses, a. e.



a. e. / Cifras con ajuste estacional.

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

En una primera metodología, para la construcción del valor unitario de los productos petroleros importados, fue necesario llevar a cabo una validación manual de la congruencia de las cifras de los volúmenes de estos productos. Posteriormente, se calculó el índice del valor unitario de los principales productos petroleros importados, ponderando los índices por producto con la estructura del valor de las importaciones de la canasta de esos productos de febrero de 2014.⁵ Con base en esta

³ En 2015, las importaciones de gasolina para vehículos fue el 38.9 por ciento de las importaciones petroleras totales y las de diésel el 13.2 por ciento.

⁴ La información de comercio exterior valida los valores de las importaciones y las exportaciones y no los volúmenes de mercancías, este ejercicio implicó verificar en la medida de lo posible la congruencia de las cifras.

⁵ Se eligió febrero de 2014 como base pues fue a partir de esa fecha que las exportaciones petroleras han presentado una trayectoria decreciente de manera persistente.

información, se calcularon los términos de intercambio, definidos como la razón del índice del PME al índice del valor unitario de los principales productos petroleros importados.⁶

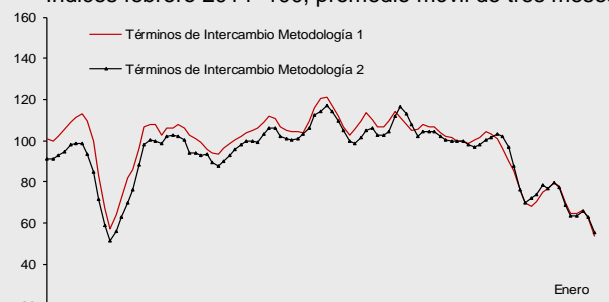
La segunda metodología se basa en Anitori, et al. (2008).⁷ En este caso, para resolver las dificultades de obtener información adecuada sobre los valores unitarios de los productos exportados e importados, se utiliza un algoritmo estadístico que elimina observaciones atípicas en los valores unitarios. En particular, dicho algoritmo utiliza supuestos sobre la distribución de los valores unitarios por producto para cada mes, con observaciones a nivel de transacción.⁸ En esta estimación, se calculan índices de Fisher para los valores unitarios de las importaciones y de las exportaciones para utilizarlos en el cálculo de los términos de intercambio.

La Gráfica 6 muestra que las estimaciones de los términos de intercambio petroleros de México con base en los dos métodos arrojan resultados muy similares. En particular, en ambos casos es evidente que los términos de intercambio petroleros se han deteriorado de manera importante desde mediados de 2014. Lo anterior, a su vez, ha conducido a que la balanza petrolera del país se haya visto afectada negativamente de manera importante por este comportamiento.

Gráfica 6

Términos de Intercambio Petroleros

Índices febrero 2014=100, promedio móvil de tres meses



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

⁶ No fue posible incorporar el cien por ciento de las operaciones de productos petroleros comerciados dada la dificultad de la validación de la información. No obstante, el índice parecería ser representativo del comercio petrolero de México, ya que se incluyó alrededor del 80 por ciento del valor de las exportaciones petroleras (correspondiente a petróleo crudo) y el 85.8 por ciento del valor de las importaciones en 2015 (correspondiente a los ocho principales productos).

⁷ Anitori, Paola y Maria Serena Causo (2008), "Outlier Detection and Treatment: Quality Improvements in the Italian Unit Value Indexes", ISTAT – Instituto Nacional de Estadísticas de Italia.

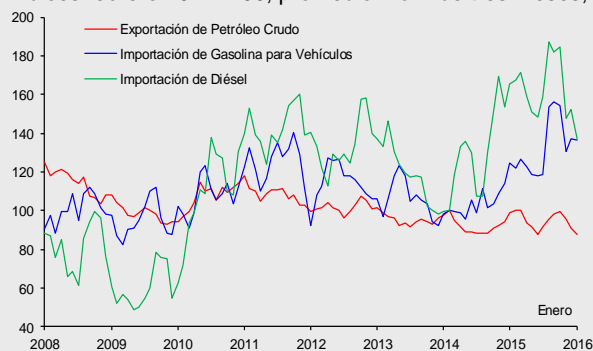
⁸ El algoritmo elimina aquellos productos con menos de diez transacciones en el mes, con excepción del crudo exportado, y de las importaciones de gasolina, de diésel y de gas natural. Una vez eliminados dichos productos y las observaciones atípicas detectadas por el algoritmo, para este cálculo se incluyó alrededor del 82 por ciento del valor de las exportaciones petroleras y el 79 por ciento del valor de las importaciones petroleras en 2015.

3.2 Efectos de las cantidades exportadas e importadas de bienes petroleros sobre la balanza comercial petrolera

La balanza petrolera también se ha visto afectada de manera significativa por un incremento importante en los volúmenes importados de productos petroleros, al tiempo que el volumen de crudo exportado no ha mostrado señales de recuperación (Gráfica 7). En efecto, en tanto que el volumen exportado de crudo registró una variación de solo 2.65 por ciento en 2015 respecto a 2014, el volumen de gasolina importada se incrementó en 27.4 por ciento y el de diésel en 22.2 por ciento.

Gráfica 7
Volumen de la Exportación de Petróleo Crudo y de Importaciones Petroleras

Índices febrero 2014=100, promedio móvil de tres meses, a. e.



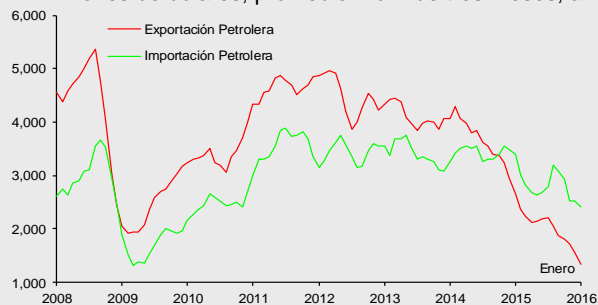
a. e. / Cifras con ajuste estacional.

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

Así, aun si los términos de intercambio no se hubiesen deteriorado, la trayectoria diferenciada del volumen de las importaciones y las exportaciones petroleras hubiese conducido a un deterioro de la balanza petrolera (Gráficas 8 y 9).

Gráfica 8
Exportaciones e Importaciones Petroleras

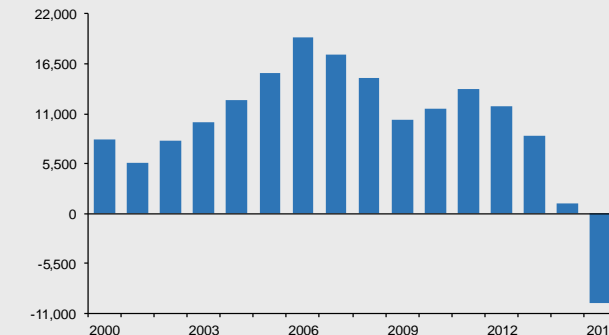
Millones de dólares, promedio móvil de tres meses, a. e.



a. e. / Cifras con ajuste estacional.

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

Gráfica 9
Saldo de Balanza Comercial Petrolera
Millones de dólares



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

3.3 Contribuciones al deterioro de la balanza comercial petrolera

Para evaluar la importancia relativa entre los cambios en precio de los productos comerciados y las variaciones en sus volúmenes, se puede utilizar el hecho de que el cambio en el valor del comercio en el producto *s* se puede expresar como:

$$\Delta \text{Valor}_s = P_{s1}Q_{s1} - P_{s0}Q_{s0} = P_{s0}[Q_{s1} - Q_{s0}] + Q_{s1}[P_{s1} - P_{s0}]$$

donde,

ΔValor_s = Cambio en el valor comerciado del producto *s* entre 2014 y 2015.

P_{st} = Precio del producto *s* en el periodo *t* (2014 o 2015).

Q_{st} = Volumen comerciado del producto *s* en el periodo *t*.

$P_{s0}[Q_{s1} - Q_{s0}]$ = Efecto de la variación en la cantidad comerciada entre 2015 y 2014 sobre el cambio en el valor comerciado.

$Q_{s1}[P_{s1} - P_{s0}]$ = Efecto de la variación en el precio entre 2015 y 2014 sobre el cambio en el valor comerciado.

Esta descomposición se puede calcular solo para los productos sobre los que se tiene información precisa de valores unitarios y de volúmenes comerciados. Así, esta desagregación de efectos se realizó solo para aquellos productos para los que fue posible efectuar la validación manual de sus valores unitarios y para el resto de productos el efecto total se clasificó como "no identificado". De este modo, se calculó el efecto precio y cantidad agregados tanto para las exportaciones como para las importaciones.

Como se puede observar en el Cuadro 1, al deterioro en la balanza comercial entre 2014 y 2015 de 10,952 millones de dólares, el efecto cantidad estimado contribuyó con el 55 por ciento, el cual, a su vez, se debió principalmente al incremento en el volumen importado, toda vez que la plataforma de exportación no registró una recuperación significativa. Por otra parte, de manera congruente con el deterioro en los términos de intercambio, el efecto precio estimado tuvo un mayor

impacto sobre las exportaciones que sobre las importaciones, de modo que el efecto neto sobre el saldo comercial petrolero fue negativo.

Cuadro 1
Cambio en la Balanza Comercial Petrolera entre 2014 y 2015: Estimación de los Efectos Precio y Cantidad
 Millones de dólares

	Δ Exportaciones	Δ Importaciones	Δ Balanza Comercial Petrolera
Efecto Cantidad	950	6,961	-6,011
Efecto Precio	-18,027	-14,229	-3,798
No Identificado	-2,077	-934	-1,143
Total	-19,154	-8,202	-10,952

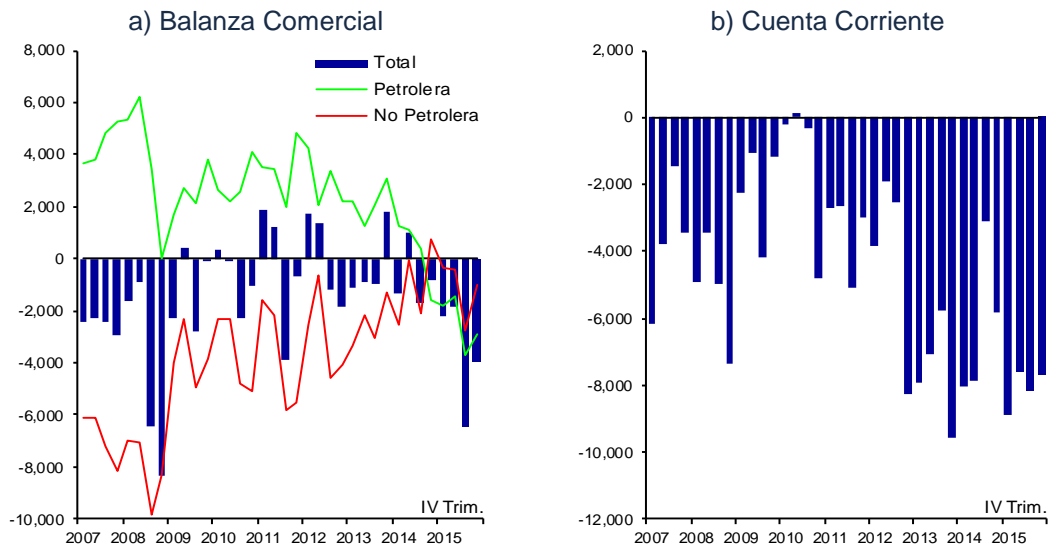
Fuente: Elaboración de Banco de México con base en SAT, SE, Banco de México, INEGI. Balanza Comercial de Mercancías de México. SNIEG. Información de Interés Nacional.

En suma, los resultados descritos sugieren que la balanza petrolera de México se ha deteriorado tanto por una caída en los términos de intercambio, como por mayores volúmenes de importación, en un contexto en el que no se ha observado una recuperación significativa de la plataforma de exportación de crudo.

4. Consideraciones finales

Ante la disminución en el precio internacional del petróleo, en un contexto internacional que se ha tornado más complejo, cobran importancia las medidas de ajuste fiscal y monetario que tomaron la Secretaría de Hacienda y el Banco de México, respectivamente. En particular, estas acciones permitirán enfrentar el choque sobre la economía proveniente del deterioro de la balanza comercial petrolera que se ha observado ante la disminución en los términos de intercambio petroleros de México. Además, los ajustes contribuirán a reforzar los fundamentos económicos del país de modo que México se encontrará en mejor posición para enfrentar el adverso entorno externo.

Gráfica 154
Balanza Comercial y Cuenta Corriente
 Millones de dólares



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

Fuente: Banco de México.

3.2.2. Mercado Laboral

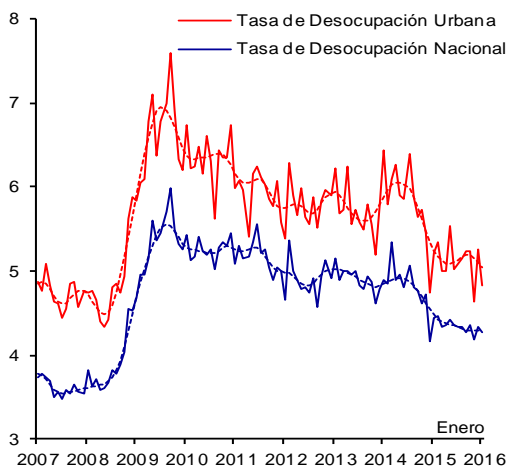
Reflejando el ritmo moderado de expansión de la economía, en el cuarto trimestre de 2015 persistieron condiciones de holgura en el mercado laboral, si bien algunos indicadores sugieren que estas pudieran estar disminuyendo de forma gradual.

- i. En el último trimestre de 2015 y en enero de 2016, la tasa de desocupación nacional mostró un nivel similar al del trimestre previo, en tanto que la tasa de desocupación urbana disminuyó en relación con el nivel del tercer trimestre (Gráfica 155a). En particular, la tasa de desempleo nacional presentó un nivel desestacionalizado promedio de 4.3 por ciento tanto en el tercer y cuarto trimestres, como en el primer mes de 2016. Por su parte, la tasa de desocupación urbana en términos desestacionalizados se redujo de 5.2 por ciento en promedio en el tercer trimestre de 2015 a 5.0 por ciento en el cuarto y a 4.8 por ciento en enero del año en curso.
- ii. Este comportamiento se observa en un contexto en el cual se incrementó el número de empleos en la economía, a la vez que la tasa de participación registró niveles más elevados que los observados en los primeros meses de 2015 (Gráfica 155b). En efecto, el número de puestos de trabajo afiliados al IMSS mantuvo una trayectoria ascendente (Gráfica 155c).
- iii. En cuanto a los indicadores de informalidad laboral, en el trimestre de referencia y en el primer mes de 2016 estos presentaron un aumento incipiente respecto al trimestre previo, si bien continuaron ubicándose en niveles inferiores a los reportados en los años inmediatamente posteriores a la crisis global (Gráfica 155d).

Gráfica 155

Indicadores del Mercado Laboral

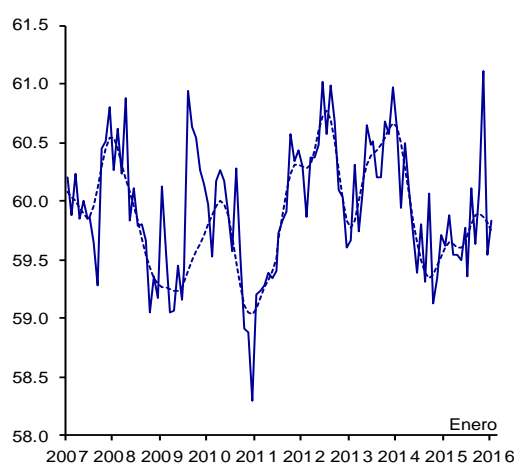
a) Tasas de Desocupación Nacional y Urbana
Por ciento, a. e.



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

Fuente: Encuesta Nacional de Ocupación y Empleo (ENOE), INEGI.

b) Tasa de Participación Laboral Nacional ^{1/}
Por ciento, a. e.

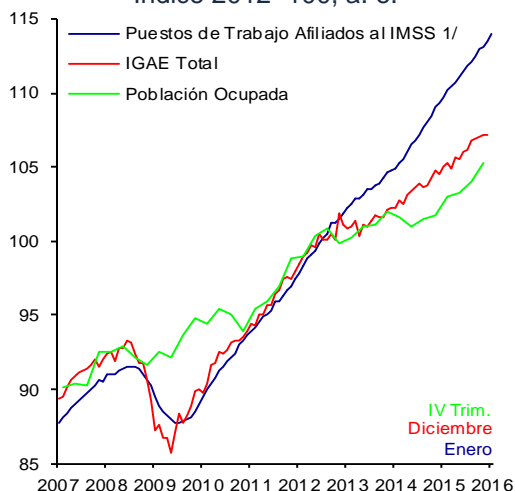


a. e. / Serie con ajuste estacional y serie de tendencia. La primera se representa con la línea sólida y la segunda con la punteada.

^{1/} Porcentaje de la Población Económicamente Activa (PEA) respecto de la de 15 y más años de edad.

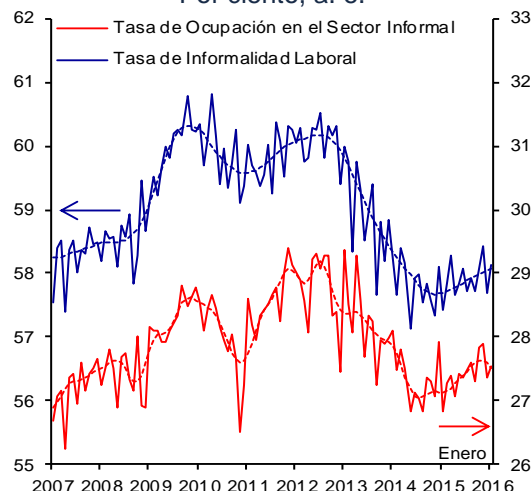
Fuente: Encuesta Nacional de Ocupación y Empleo (ENOE), INEGI.

c) Puestos de Trabajo Afiliados al IMSS, IGAE Total y Población Ocupada Índice 2012=100, a. e.



a. e. / Series con ajuste estacional.
 1/ Permanentes y eventuales urbanos. Desestacionalización de Banco de México.
 Fuente: Elaboración de Banco de México con información del IMSS e INEGI (SCNM y ENOE).

d) Ocupación en el Sector Informal^{1/} e Informalidad Laboral^{2/} Por ciento, a. e.



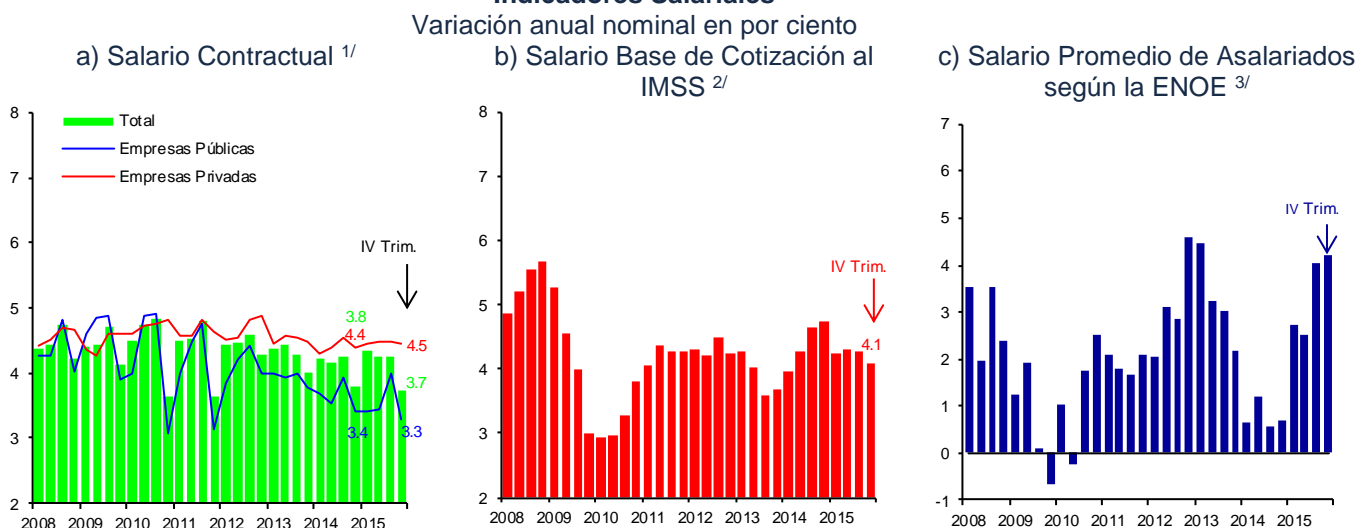
a. e. / Serie con ajuste estacional y serie de tendencia. La primera se representa con la línea sólida y la segunda con la punteada.
 1/ Se refiere a las personas que trabajan para unidades económicas no agropecuarias operadas sin registros contables y que funcionan a través de los recursos del hogar.
 2/ Incluye a los trabajadores que, además de los que se emplean en el sector informal, laboran sin la protección de la seguridad social y cuyos servicios son utilizados por unidades económicas registradas y a los ocupados por cuenta propia en la agricultura de subsistencia.
 Fuente: Encuesta Nacional de Ocupación y Empleo (ENOE), INEGI.

En este contexto, en el último trimestre de 2015 los incrementos salariales continuaron siendo moderados, aunque ante la menor inflación que se ha observado, exhibieron una recuperación en términos reales.

v. En el último trimestre de 2015, los salarios contractuales negociados por empresas de jurisdicción federal registraron una tasa de crecimiento de 3.7 por ciento, cifra menor a la de 3.8 por ciento reportada en el mismo trimestre de 2014 (Gráfica 156a). De igual modo, en enero del presente año se registró una menor variación que el año previo (4.1 por ciento en 2016 y 4.3 por ciento en 2015). A su interior, mientras que en el cuarto trimestre de 2015 las negociaciones de las empresas públicas resultaron en un promedio de aumentos ligeramente menores a los del mismo trimestre del año previo, las negociaciones de las empresas privadas derivaron en un promedio de incrementos ligeramente mayores en la misma comparación. En particular, las negociaciones de las empresas públicas en el último trimestre de 2015 resultaron en un promedio de incrementos de 3.3 por ciento, cifra menor que la de 3.4 por ciento del mismo trimestre de 2014, en tanto que las negociaciones de las empresas privadas derivaron en un promedio de aumentos salariales de 4.5 por ciento, promedio mayor que el de 4.4 por ciento reportado en el último trimestre de 2014. En enero de 2016, las variaciones fueron menores tanto para las empresas públicas como para las privadas, y resultaron en incrementos promedio de 3.2 y 4.4 por ciento, respectivamente (3.4 y 4.7 por ciento en enero de 2015, en el mismo orden).

- vi. Por su parte, el salario base de cotización asociado a los puestos de trabajo afiliados al IMSS disminuyó su ritmo de crecimiento anual, al pasar de una tasa de 4.3 por ciento en el tercer trimestre a una de 4.1 por ciento en el cuarto (Gráfica 156b). En términos reales, el salario base de cotización asociado a los puestos de trabajo afiliados al IMSS aumentó 1.8 por ciento en el cuarto trimestre de 2015, cifra mayor a la de 1.6 por ciento del tercero.
- vii. En el cuarto trimestre de 2015, la tasa de crecimiento del salario promedio del total de trabajadores asalariados en la economía (4.2 por ciento) mostró un crecimiento cercano al observado en el tercer trimestre (4.1 por ciento; Gráfica 156c). En términos reales, este rubro se incrementó 1.9 por ciento en el cuarto trimestre, luego de un avance de 1.4 por ciento en el tercero.

Gráfica 156
Indicadores Salariales



1/ El incremento salarial contractual es un promedio ponderado por el número de trabajadores involucrados. El número de trabajadores de empresas de jurisdicción federal que anualmente reportan sus incrementos salariales a la STPS equivale aproximadamente a 2 millones.

2/ Durante el cuarto trimestre de 2015 se registraron en promedio 18.2 millones de cotizantes al IMSS.

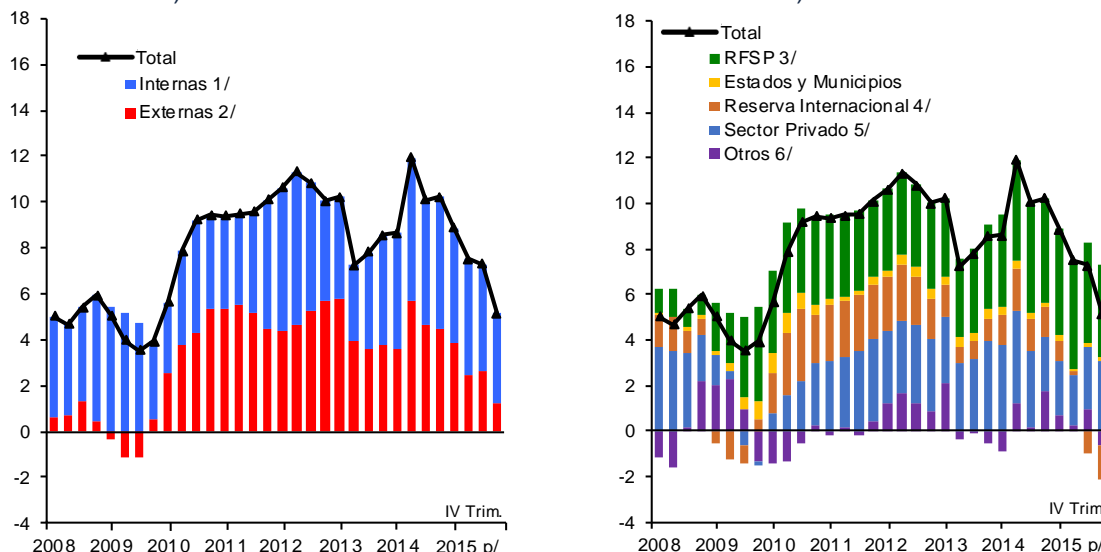
3/ Para calcular los salarios nominales promedio se truncó el 1 por ciento más bajo y el 1 por ciento más elevado de la distribución de los salarios. Se excluyen personas con ingreso cero o que no lo reportaron.

Fuente: Cálculos elaborados por el Banco de México con información de IMSS, STPS e INEGI (ENOE).

3.2.3. Ahorro Financiero y Financiamiento en el País

En el cuarto trimestre de 2015, las fuentes de recursos financieros de la economía continuaron moderando su ritmo de expansión con respecto al trimestre previo. Ello fue resultado de la reciente desaceleración tanto en el crecimiento de las fuentes internas como de las externas que se ha venido observando desde 2014 (Gráfica 157a). Esto último, derivado de un entorno caracterizado por una mayor aversión al riesgo en los mercados financieros internacionales. No obstante lo anterior, la disminución en los Requerimientos Financieros del Sector Público (RFSP), junto con la desacumulación de reservas internacionales que se observó en el trimestre que se reporta, permitieron que en los últimos tres meses del año el financiamiento al sector privado se expandiera a un mayor ritmo que en el trimestre previo.

Gráfica 157
Fuentes y Usos de Recursos Financieros de la Economía
 Flujos acumulados de cuatro trimestres en por ciento del PIB



Nota: Cifras expresadas en por ciento del PIB nominal promedio de cuatro trimestres. En la información de flujos (revalorizados) se elimina el efecto de las variaciones del tipo de cambio.

p/ Cifras preliminares.

1/ Incluye el agregado monetario M4 en poder de Residentes.

2/ Incluye el agregado monetario M4 en poder de No Residentes, el endeudamiento externo del Gobierno Federal, de organismos y empresas públicas, los pasivos externos de la banca comercial y el financiamiento al sector privado no financiero.

3/ Requerimientos Financieros del Sector Público (RFSP), reportados por la SHCP.

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

5/ Incluye la cartera total de los intermediarios financieros, del Instituto del Fondo Nacional de la Vivienda para los Trabajadores (Infonavit) y del Fondo de la Vivienda del ISSSTE (Fovissste), la emisión de deuda interna y el financiamiento externo. Incluye programas de reestructura.

6/ Incluye los activos externos de la banca comercial, así como las cuentas de capital y resultados y otros activos y pasivos de la banca comercial y de desarrollo, del Banco de México, de los intermediarios financieros no bancarios y del Infonavit, 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.

En lo que concierne a las fuentes internas, el saldo del ahorro financiero interno — definido como el saldo del agregado monetario M4 en poder de residentes menos el saldo de billetes y monedas en poder del público— moderó su expansión respecto del trimestre anterior. En particular, su ritmo de crecimiento disminuyó de 5.5 a 3.9 por ciento en promedio entre el tercer y el cuarto trimestre de 2015 (Gráfica 158a). Al interior de este indicador, el saldo del ahorro financiero obligatorio creció a una tasa menor que la registrada en el tercer trimestre de 2015, como reflejo de las minusvalías de la cartera de instrumentos de deuda gubernamental vinculadas a los aumentos de las tasas de interés de mediano y largo plazo (Gráfica 158b). Asimismo, el saldo del ahorro financiero voluntario registró un menor ritmo de expansión, destacando la reducción en la tenencia de instrumentos financieros a plazo. Al respecto, el entorno de tasas de interés históricamente bajas ha generado incentivos para que los hogares y las empresas incrementen su demanda por instrumentos financieros líquidos, lo que contribuyó a la reducción en el componente a plazo del M4 voluntario, y a un aumento del componente líquido de dicho agregado (Gráfica 158c). Lo anterior también ayuda a explicar el ritmo de expansión relativamente elevado que siguió presentando la base monetaria durante el trimestre que se reporta. Cabe destacar que el crecimiento de la base monetaria también obedeció al incremento en la demanda

de dinero por parte del público asociado a algunos efectos remanentes de la Reforma Hacendaria y cambios en el uso de medios de pago que continuaron presentándose a lo largo de 2015.³⁸ No obstante, su crecimiento se moderó durante el periodo que se reporta, al pasar de 18.3 a 16.6 por ciento anual en términos reales entre el tercer y el cuarto trimestre de 2015.

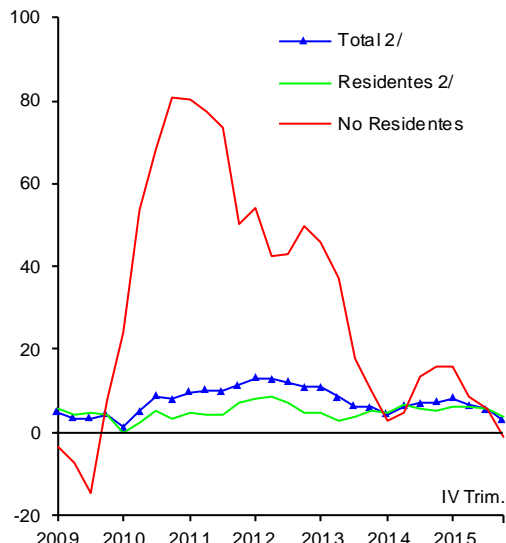
Con relación a las fuentes externas de recursos financieros, el saldo del ahorro financiero de no residentes disminuyó en términos reales anuales en 1.0 por ciento en el cuarto trimestre de 2015, luego de haber presentado una trayectoria positiva de forma ininterrumpida desde el cuarto trimestre de 2009 (Gráfica 158a). A ello contribuyó, en buena medida, la reducción en la tenencia de extranjeros de instrumentos de deuda gubernamental, particularmente de corto plazo, no obstante que su posición en activos de mediano y largo plazo continuó creciendo en términos reales anuales (Gráfica 158d). Por su parte, los recursos externos canalizados a financiar al sector privado se contrajeron en 1.7 por ciento a tasa anual en el cuarto trimestre en un entorno global caracterizado por condiciones de financiamiento externo más astringentes para los corporativos.

³⁸ Véase Recuadro 2, "Evolución Reciente de la Base Monetaria y los Medios de Pago", del Informe Trimestral Enero - Marzo 2015.

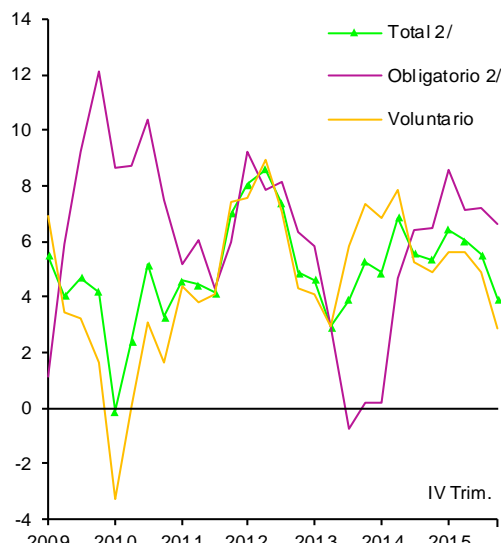
Gráfica 158

Indicadores de Ahorro Financiero y de los Agregados Monetarios

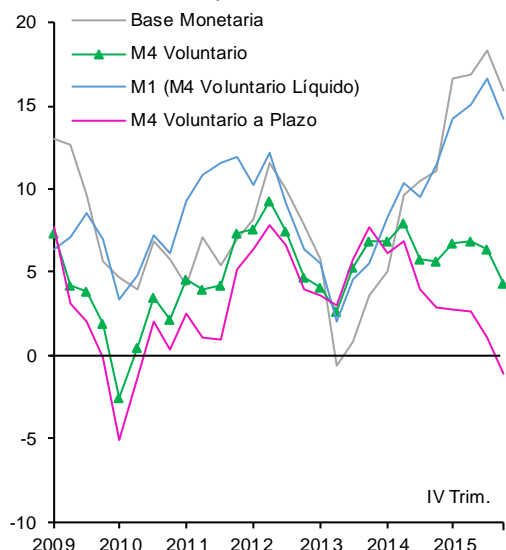
a) Ahorro Financiero Total ^{1/}
Variación real anual promedio del trimestre en por ciento



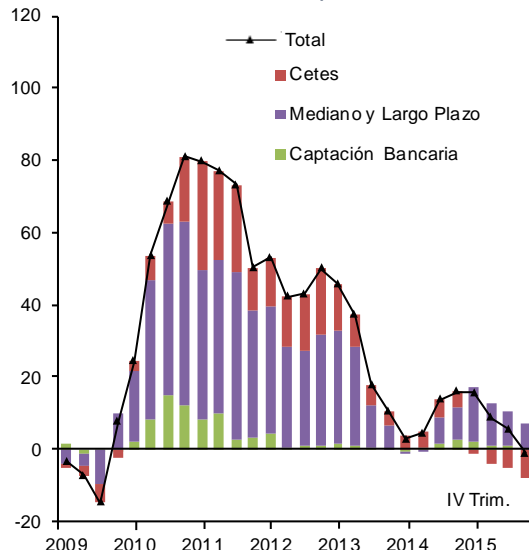
b) Ahorro Financiero Residentes
Variación real anual promedio del trimestre en por ciento



c) M4 Voluntario Residentes y Base Monetaria ^{3/}
Variación real anual promedio del trimestre en por ciento



d) Ahorro Financiero No Residentes
Contribución a la variación real anual promedio del trimestre en por ciento



1/ Se define como el agregado monetario M4 menos el saldo de billetes y monedas en poder del público.

2/ De enero a noviembre de 2009 se excluye el impacto de la reforma a la Ley del ISSSTE.

3/ El M4 Voluntario Residentes está compuesto por el M1 y la tenencia de instrumentos a plazo.

Fuente: Banco de México.

En lo que concierne a la utilización de recursos financieros de la economía, en el cuarto trimestre de 2015 los RFSP representaron 4.1 por ciento del PIB en flujos anuales, lo que implicó una disminución en comparación con la cifra de 4.4 por ciento observada en el tercer trimestre del año. A su vez, el flujo de financiamiento a los estados y municipios se mantuvo en alrededor de 0.2 por ciento del PIB

(Gráfica 157b). Por su parte, la reserva internacional disminuyó en el último trimestre del año, como consecuencia de las ventas de dólares al mercado a través de las subastas implementadas por el Instituto Central a partir de las medidas adoptadas por la Comisión de Cambios para proveer de una liquidez adecuada al mercado cambiario. Con este resultado, la desacumulación de la reserva internacional en los últimos cuatro trimestres equivalió a 1.5 por ciento del producto, cifra superior a la de 1.0 por ciento acumulada entre el cuarto trimestre de 2014 y el tercer trimestre de 2015. Dicha reducción en la reserva internacional se dio no obstante la venta de divisas al Banco de México que el Gobierno Federal realizó en diciembre como resultado del ejercicio de las coberturas petroleras.

En contraste con todo lo anterior, los flujos de financiamiento al sector privado se incrementaron, al sumar 3.1 por ciento del PIB al cuarto trimestre del año. Esto se compara con el 2.7 por ciento registrado hasta el trimestre anterior. Así, en el entorno descrito de desaceleración en el crecimiento de las fuentes de recursos financieros, la desacumulación de reservas internacionales y el menor uso de recursos financieros por parte del sector público facilitaron una ampliación del financiamiento al sector privado.

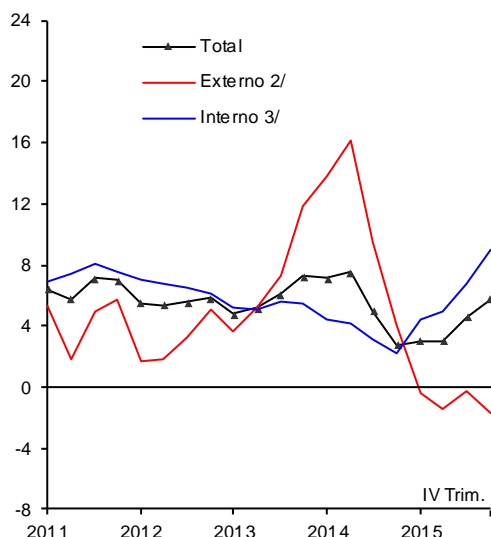
Así, el financiamiento total al sector privado en el cuarto trimestre se expandió a un mayor ritmo que en el trimestre previo, como reflejo del incremento en las tasas de crecimiento tanto del financiamiento interno a las empresas, como del crédito a los hogares (Gráfica 159a). En particular, el financiamiento interno a las empresas creció a un ritmo promedio de 16.4 por ciento, superior al de 12.6 por ciento registrado el trimestre anterior. Este mayor crecimiento estuvo impulsado tanto por el dinamismo que observó la emisión de deuda en el mercado nacional de valores privados durante el año, como por la ampliación del crédito bancario (Gráfica 159b). Al respecto, el crédito otorgado por la banca comercial a las empresas privadas no financieras registró una variación real anual promedio de 13.4 por ciento en el cuarto trimestre de 2015, lo que se compara con el 11.4 por ciento observado durante el tercer trimestre. Cabe destacar que esta expansión se explica, en parte, por el efecto de la depreciación de la moneda nacional, dado que una pequeña proporción del saldo de la cartera de crédito corresponde a préstamos y líneas de crédito en dólares, los cuales se registran a valor de mercado en pesos. Asimismo, en el contexto actual de volatilidad en los mercados financieros internacionales, algunas empresas han sustituido parte de sus pasivos externos en dólares por financiamiento en el mercado interno, lo que también se ve reflejado en la ya mencionada contracción del financiamiento externo al sector privado. Por su parte, el crédito directo otorgado por la banca de desarrollo creció a una tasa promedio similar a la del trimestre anterior (Gráfica 160a). Todo ello, en un entorno en el que las tasas de interés se mantuvieron en niveles relativamente bajos y sin mostrar cambios significativos respecto del trimestre previo, al tiempo que los índices de morosidad, en especial el de la cartera de crédito de la banca comercial, continuaron disminuyendo (Gráfica 160b y Gráfica 160c).

Gráfica 159

Financiamiento al Sector Privado No Financiero

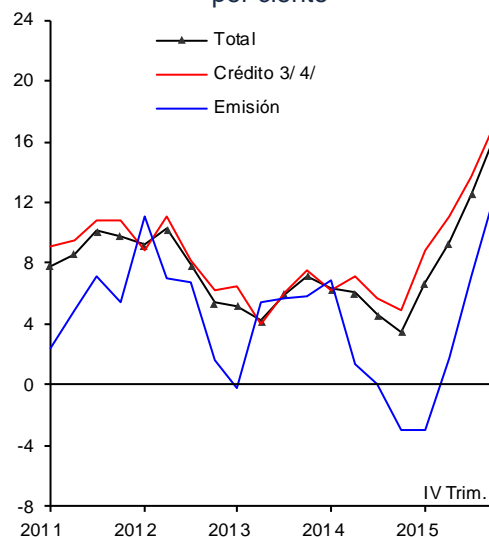
a) Financiamiento Total al Sector Privado No Financiero ^{1/}

Variación real anual en por ciento



b) Financiamiento Interno a las Empresas Privadas No Financieras

Variación real anual promedio del trimestre en por ciento



1/ Cifras ajustadas por efecto cambiario.

2/ Los datos del financiamiento externo correspondientes al cuarto trimestre de 2015 son preliminares.

3/ Estas cifras se ven afectadas por la desaparición de algunos intermediarios financieros no bancarios y su conversión a sofomes no reguladas.

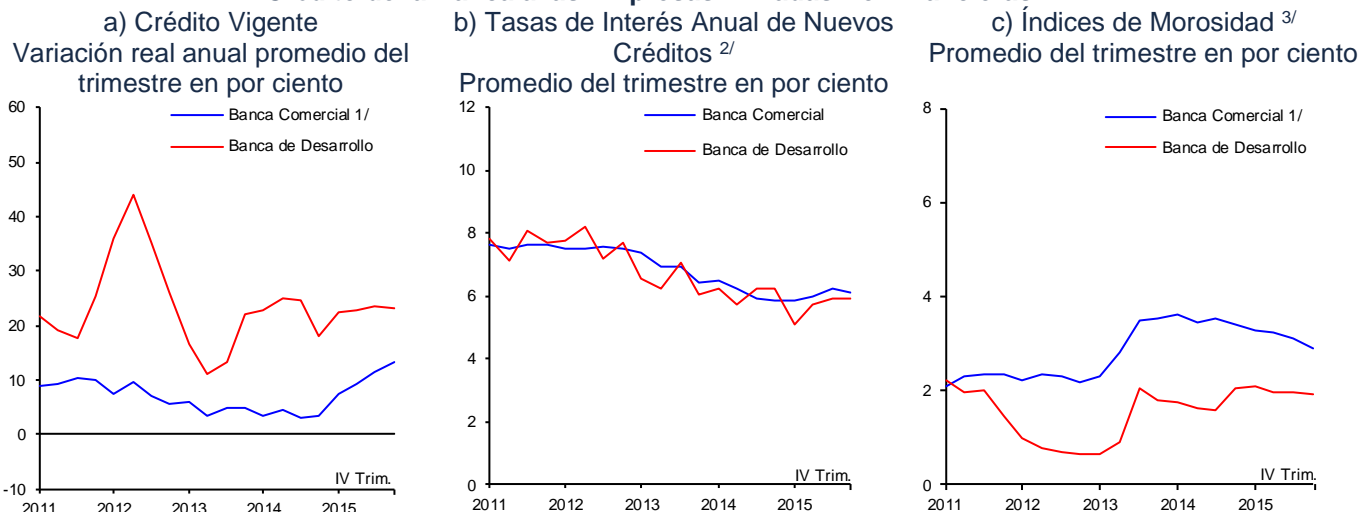
4/ Se refiere a la cartera vigente y vencida. Incluye el crédito de la banca comercial y de desarrollo, así como de otros intermediarios financieros no bancarios.

Fuente: Banco de México.

En el mercado de deuda interna, las empresas privadas no financieras continuaron financiándose mediante la emisión de valores durante el cuarto trimestre de 2015, si bien con un menor dinamismo en comparación con el ritmo de colocación registrado los tres trimestres previos. En particular, en el último trimestre la colocación neta de instrumentos de deuda de mediano y largo plazo fue de 3.9 miles de millones de pesos (mmp), lo que contrasta con la colocación neta promedio de 17.4 mmp que se observó en los tres primeros trimestres del año (Gráfica 161a). No obstante lo anterior, destaca que la emisión de deuda privada de mediano y largo plazo neta de prepagos y amortizaciones en 2015 fue la más elevada de la cual se tiene registro, alcanzando un monto de 56 mmp. En este contexto, las tasas de interés promedio de los valores de las empresas no financieras registraron un incremento respecto al trimestre anterior, si bien sus niveles aún se mantienen cercanos a los mínimos históricos (Gráfica 161b).

Gráfica 160

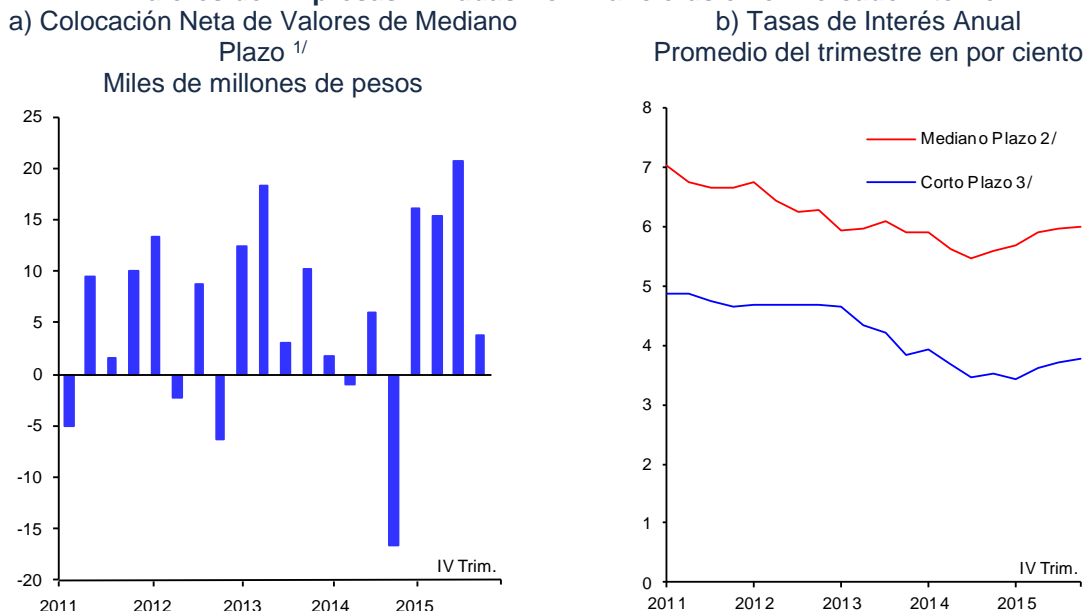
Crédito de la Banca a las Empresas Privadas No Financieras



1/ Incluye a las sofomes Entidades Reguladas (ER) subsidiarias de instituciones bancarias y grupos financieros.
 2/ Se refiere a la tasa de interés de nuevos créditos de la banca a las empresas privadas no financieras, ponderada por el saldo asociado de crédito vigente y para todos los plazos solicitados.
 3/ El índice de morosidad (IMOR) se define como el saldo de la cartera vencida entre el saldo de la cartera total.
 Fuente: Banco de México.

Gráfica 161

Valores de Empresas Privadas No Financieras en el Mercado Interno

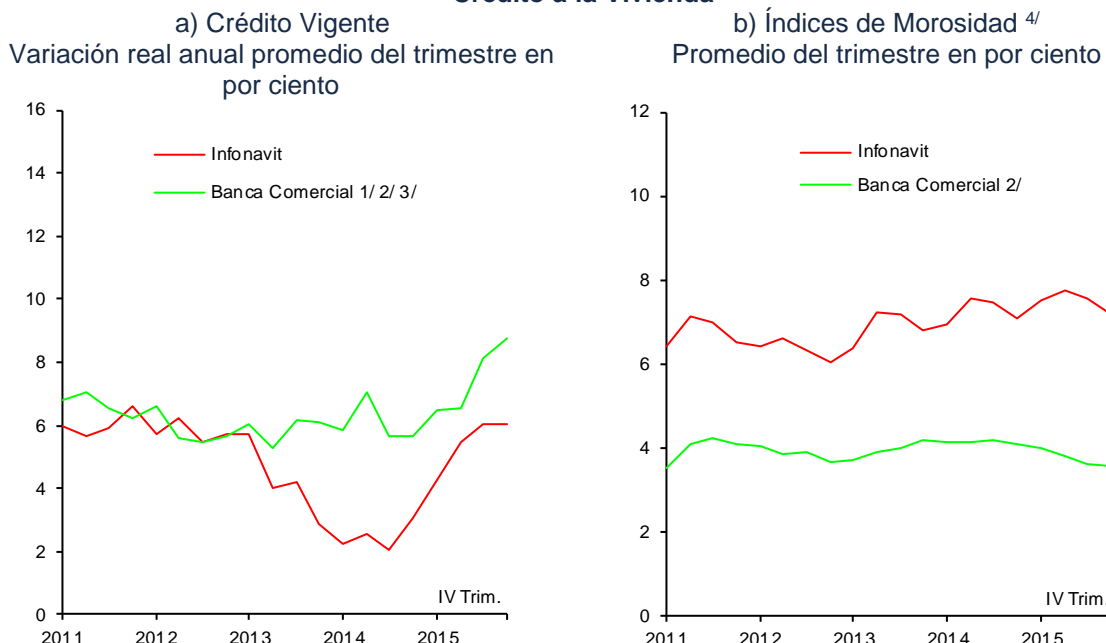


1/ Colocaciones menos amortizaciones (vencimientos y prepagos) en el trimestre.
 2/ Rendimiento al vencimiento promedio ponderado de las emisiones en circulación, con un plazo mayor a un año, al cierre del mes.
 3/ Tasa promedio ponderada de las colocaciones de deuda privada, a un plazo de hasta un año, expresada en curva de 28 días. Incluye únicamente certificados bursátiles.
 Fuente: Banco de México, con información de Valmer e Indeval.

En lo que toca al crédito a los hogares, este se expandió en el cuarto trimestre de 2015 a una tasa promedio de 6.7 por ciento, cifra superior a la de 5.7 por ciento observada el tercer trimestre. Esto obedece en buena medida al aumento en el crédito hipotecario. En particular, la cartera de crédito de la banca comercial a la

vivienda tuvo un crecimiento real anual promedio de 8.8 por ciento, superior al 8.1 por ciento del periodo previo.³⁹ Por su parte, el ritmo promedio de expansión de la cartera del Infonavit fue de 6.0 por ciento, cifra similar a la observada el trimestre anterior (Gráfica 162a). En este entorno, las tasas de interés del crédito hipotecario se mantuvieron sin variaciones relevantes respecto del trimestre previo. Por su parte, el índice de morosidad de la cartera hipotecaria de la banca comercial no presentó cambios significativos, mientras que el correspondiente al Infonavit disminuyó, si bien continúa en niveles relativamente elevados (Gráfica 162b).

**Gráfica 162
Crédito a la Vivienda**

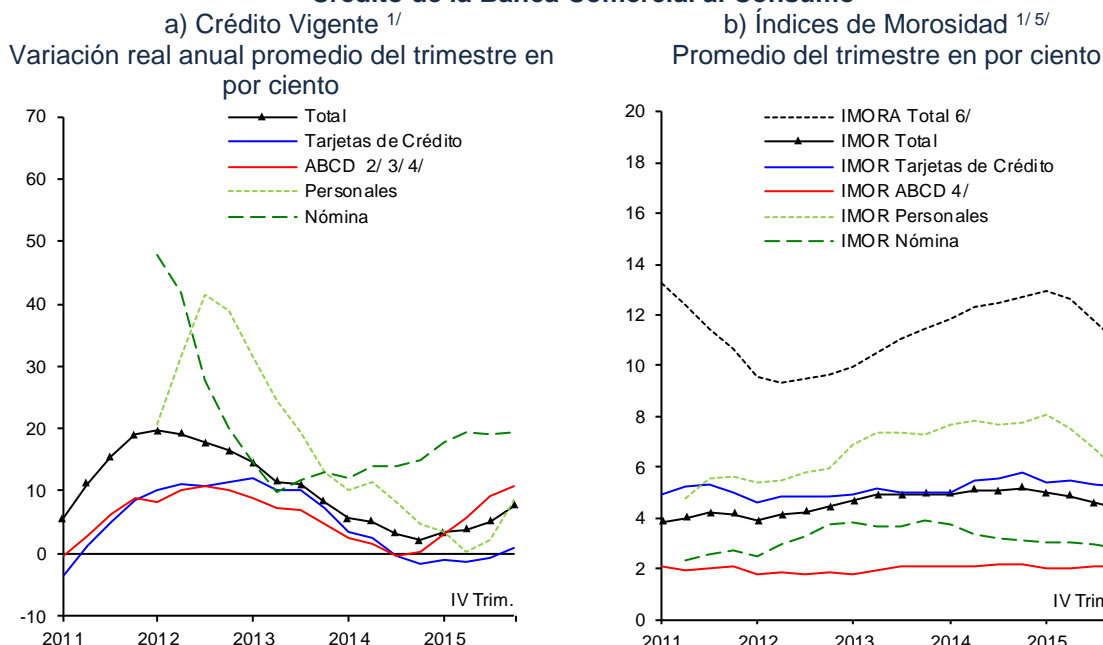


1/ Las cifras se ajustan para no ser distorsionadas por el efecto del traspaso de la cartera del fideicomiso UDIS al balance de la banca comercial y por la reclasificación de créditos en cartera directa a ADES.
 2/ Se incluyen a las sofomes de la banca comercial.
 3/ Las cifras se ajustan para no verse afectadas por la incorporación de algunas sofomes reguladas a la estadística de crédito bancario.
 4/ El índice de morosidad (IMOR) se define como el saldo de la cartera vencida entre el saldo de la cartera total.
 Fuente: Banco de México.

Durante el cuarto trimestre de 2015, el crédito al consumo de la banca comercial se expandió a un mayor ritmo que en el tercer trimestre, al incrementar su tasa de crecimiento de 5.1 a 7.6 por ciento. Dicha expansión se observó en prácticamente todos sus segmentos, incluido el de tarjetas de crédito, que había venido mostrando un bajo dinamismo durante los meses anteriores (Gráfica 163a). Cabe destacar que las tasas de interés se mantuvieron prácticamente sin cambios con relación al trimestre previo y la calidad de la cartera continuó mejorando, especialmente para el segmento de créditos personales (Gráfica 163b).

³⁹ El crédito de la banca comercial a la vivienda incluye aquel para la adquisición de vivienda nueva y usada, remodelaciones, pago de pasivos hipotecarios, crédito para liquidez, adquisición de terreno y construcción de vivienda propia.

Gráfica 163
Crédito de la Banca Comercial al Consumo



1/ Incluye a las sofomes ER subsidiarias de instituciones bancarias y grupos financieros.
 2/ Entre junio de 2010 y mayo de 2011, las cifras se ajustan para no verse distorsionadas por la compra de cartera automotriz de una institución bancaria.
 3/ A partir de julio de 2011 las cifras se ajustan para no verse distorsionadas por la reclasificación de ABCD a otros créditos al consumo por parte de una institución bancaria.
 4/ Incluye crédito para la adquisición de bienes muebles y crédito automotriz.
 5/ El índice de morosidad (IMOR) se define como el saldo de la cartera vencida entre el saldo de la cartera total.
 6/ El índice de morosidad ajustado (IMORA) se define como el saldo de la cartera vencida más castigos acumulados en los últimos 12 meses entre el saldo de la cartera total más castigos acumulados en los últimos 12 meses.
 Fuente: Banco de México.

En suma, aun a pesar del entorno de volatilidad y astringencia en los mercados financieros internacionales, el financiamiento al sector privado en México continuó incrementándose, constituyéndose así como un apoyo a la actividad productiva. Además, la estabilidad que han presentado las tasas activas, así como la evidente mejoría en la calidad de las carteras de crédito, sugieren la ausencia de indicios de presiones de demanda en los distintos segmentos del mercado de fondos prestables. No obstante, dada la atonía en el crecimiento global y la elevada incertidumbre que se prevé prevalezca en el exterior, existen riesgos de que las fuentes de recursos financieros en 2016 sean limitadas. Por ello, resulta relevante elaborar un ejercicio prospectivo de fuentes y usos de recursos financieros de la economía que ilustre los factores que podrían afectar a la evolución del financiamiento al sector privado.

Así, ante el entorno macroeconómico descrito en este Informe —que considera condiciones financieras externas más restrictivas y precios del petróleo más bajos que en años previos—, se espera que en 2016 el flujo anual de las fuentes de recursos financieros nuevamente resulte menor que el promedio observado entre 2010 y 2014 (Cuadro 8). En particular, se estima que dicho flujo se ubique en 6.6 por ciento del PIB al cierre del año en curso, cifra ligeramente superior al 5.2 por ciento previsto para 2015, pero inferior al 9.7 por ciento registrado en promedio durante los cinco años previos. Que el flujo de recursos financieros a la economía en 2016 sea relativamente bajo reflejaría fundamentalmente la acotada

disponibilidad de fuentes de financiamiento del exterior, ante la posibilidad de incrementos en las tasas de interés de Estados Unidos, la mayor aversión al riesgo que se anticipa persista en los mercados financieros internacionales y, en general, las perspectivas de que los flujos de capital canalizados a las economías emergentes sean limitados.

En lo que respecta a la utilización de recursos financieros del sector público, de acuerdo con los Criterios Generales de Política Económica 2016 el monto de los RFSP ascendería a 3.5 por ciento del PIB en ese año, lo que se compara con 4.1 por ciento del PIB en 2015. No obstante, en el marco de la estrategia de política económica coordinada entre la SHCP, la Comisión de Cambios y el Banco de México, se anunció, entre otras medidas, un ajuste preventivo para 2016 al gasto de la Administración Pública Federal. El monto del ajuste, por 132.3 mmp (0.7 por ciento del PIB), comprende una reducción del gasto de Pemex por 100 mmp y una disminución del gasto del Gobierno Federal por 32.3 mmp (0.5 y 0.2 por ciento del PIB, respectivamente). El ajuste en el presupuesto de Pemex responde al entorno de bajos precios del petróleo y, consecuentemente, menores ingresos para esta empresa. Por ello, si bien este componente del ajuste no implicaría una reducción de los RFSP, debería representar una mejora en la productividad y eficiencia de la empresa mediante la reducción de su gasto corporativo y administrativo, así como por la revisión de su programa de inversión para canalizar recursos a los proyectos más rentables. Por su parte, y derivado de que el Gobierno Federal cuenta con coberturas petroleras para el ejercicio fiscal 2016 que protegen el nivel de sus ingresos presupuestales, cabría esperar una reducción adicional en los RFSP para 2016 de 0.2 por ciento del PIB como consecuencia del ajuste al gasto del Gobierno Federal por dicho monto. Cabe destacar que este ajuste de 0.2 por ciento del PIB se llevó a cabo de manera preventiva, ante la expectativa de que en 2017 los precios del petróleo continúen deprimidos, lo que se reflejaría en menores ingresos del Gobierno Federal al no contar con coberturas equivalentes para ese año. Así, una vez considerado el ajuste fiscal anunciado el 17 de febrero de 2016, se esperarían unos RFSP para el año en curso de 3.3 por ciento del PIB. De este modo, tomando en cuenta el flujo de financiamiento que se destinaría a los estados y municipios, la utilización de recursos por parte del sector público en 2016 sería de 3.5 por ciento del PIB. Asimismo, se proyecta que la reserva internacional presente una desacumulación equivalente a 0.1 por ciento del PIB, lo que contrasta con la reducción de 1.5 por ciento del producto observada en 2015. Dado lo anterior, se esperaba que el flujo de recursos financieros destinados al sector privado en el año sea de 3.0 por ciento del producto, similar al registrado en 2015 (3.1 por ciento del PIB).

Así, se espera que el ajuste preventivo al gasto público recientemente anunciado por la SHCP contribuya a la estabilización de la razón de deuda pública sobre PIB, fortaleciendo así el marco macroeconómico e induciendo a que continúen destinándose recursos para financiar al sector privado no financiero. En efecto, ante el complejo entorno externo persiste la posibilidad de que las fuentes de recursos sean aun menores a lo esperado, por lo que la menor absorción de recursos por parte del sector público implícita en este ajuste preventivo alivia posibles presiones a los mercados de fondos prestables en México. En ese sentido, es fundamental continuar con el proceso de consolidación fiscal, de tal modo que se permita a la economía transitar de manera eficiente y ordenada en un entorno externo con condiciones menos favorables. Ello, además de garantizar la sostenibilidad de la deuda pública, facilitaría que hacia adelante se mantenga la

canalización de recursos al sector privado y que los mercados de crédito, especialmente las tasas de interés, no se vean presionados.

Cuadro 8
Fuentes y Usos de Recursos Financieros de la Economía
Porcentaje del PIB

	Flujos anuales						
	2010	2011	2012	2013	2014	2015 ^{p/}	2016 ^{e/}
Total de Recursos	9.4	10.1	10.0	8.6	10.2	5.2	6.6
Fuentes Internas	4.1	5.7	4.4	4.7	5.8	3.9	5.2
M4 Voluntario	2.6	4.2	3.0	4.1	4.1	2.6	3.8
M4 Obligatorio	1.5	1.5	1.4	0.7	1.7	1.3	1.4
Fuentes Externas	5.3	4.4	5.7	3.8	4.4	1.3	1.4
M4 no Residentes	2.9	3.0	4.5	1.3	2.3	-0.2	0.0
Valores y Crédito del Exterior ^{1/}	2.5	1.4	1.2	2.5	2.2	1.5	1.4
Total de Usos	9.4	10.1	10.0	8.6	10.2	5.2	6.6
Reserva Internacional ^{2/}	2.2	2.4	1.8	1.0	1.3	-1.5	-0.1
Financiamiento al Sector Público	4.3	3.6	4.2	4.1	4.8	4.3	3.5
Requerimientos Financieros del Sector Público (RFSP) ^{3/}	3.9	3.4	3.8	3.7	4.6	4.1	3.3
Estados y Municipios	0.4	0.3	0.5	0.4	0.2	0.2	0.2
Financiamiento al Sector Privado	2.7	3.7	3.1	3.9	2.4	3.1	3.0
Externo	0.7	0.9	0.8	1.6	0.8	0.1	0.1
Interno ^{4/}	2.0	2.8	2.3	2.3	1.6	2.9	2.9
Otros Conceptos ^{5/}	0.3	0.4	0.9	-0.5	1.8	-0.7	0.2

Nota: La suma de las partes puede no coincidir con el total debido al redondeo. Cifras expresadas en por ciento del PIB nominal promedio anual. En la información de flujos (revalorizados) se elimina el efecto de las variaciones del tipo de cambio.

p/ Cifras preliminares.

e/ Cifras estimadas. Se expresan en por ciento del PIB nominal promedio anual estimado por el Banco de México.

1/ Incluye el endeudamiento externo del Gobierno Federal, de organismos y empresas públicas y PIDIREGAS externos, los pasivos externos de la banca comercial y el financiamiento al sector privado no financiero.

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

3/ De 2010 a 2015, los Requerimientos Financieros del Sector Público (RFSP) corresponden a los datos reportados por la SHCP. El dato de 2016 considera el correspondiente que se publicó en los Criterios Generales de Política Económica 2016 (CGPE 2016), menos un ajuste de 0.2 puntos del PIB que toma en cuenta el ajuste preventivo al gasto del Gobierno Federal por 32.3 mmp anunciado por la SHCP el 17 de febrero de 2016.

4/ Cartera total de los intermediarios financieros, del Instituto del Fondo Nacional de la Vivienda para los Trabajadores (Infonavit) y del Fondo de la Vivienda del ISSSTE (Fovissste), así como la emisión de deuda interna.

5/ Incluye cuentas de capital y resultados y otros activos y pasivos de la banca comercial y de desarrollo, del Banco de México, de los intermediarios financieros no bancarios y del Infonavit, 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.

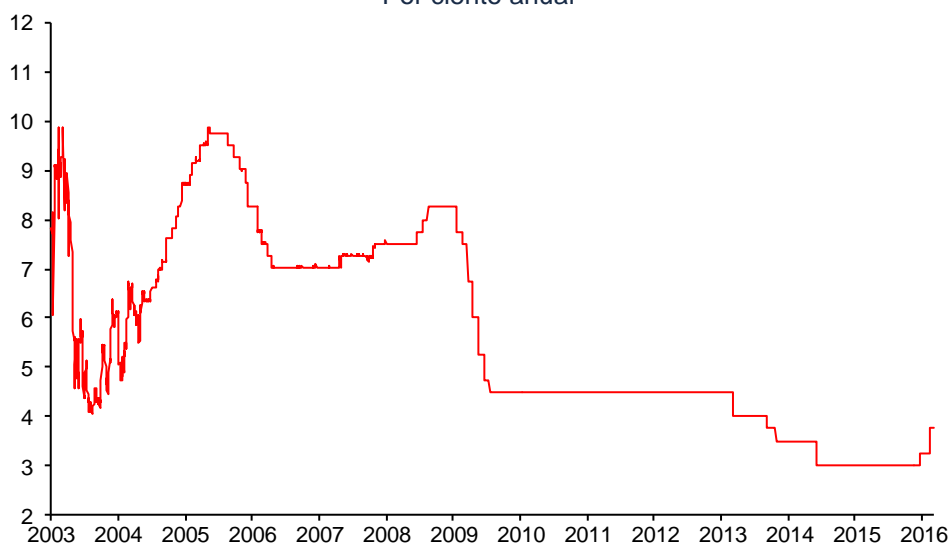
4. Política Monetaria y Determinantes de la Inflación

La complicada coyuntura económica que enfrentó el país durante 2015 e inicios de 2016 continuó requiriendo que el Banco de México ponderara cuidadosamente los posibles efectos que tanto factores internos como externos podrían tener sobre la evolución de la inflación y sus expectativas, con el objeto de definir la postura de política monetaria más apropiada. En efecto, por un lado, el ámbito interno se caracterizó por un crecimiento moderado, la ausencia de presiones de demanda agregada sobre los precios y el anclaje de las expectativas de inflación. Por otro lado, como se explica en la Sección 3.1, en el ámbito externo se observaron episodios recurrentes de volatilidad financiera que condujeron a que el valor de la moneda nacional registrara fuertes presiones.

Así, después de haber mantenido sin cambio el objetivo para la Tasa de Interés Interbancaria a un día en 3 por ciento en su reunión de octubre de 2015, en diciembre la Junta de Gobierno del Instituto Central decidió aumentar en 25 puntos base el referido objetivo, a un nivel de 3.25 por ciento. Esto, ante el incremento de 25 puntos base en el rango objetivo para la tasa de referencia de la Reserva Federal de Estados Unidos, y buscando así evitar que el diferencial de las tasas de interés de México respecto a las de ese país, ajustado por riesgo, se comprimiera, lo cual pudiese haber conducido a que en el corto plazo los flujos de capital se afectaran. Posteriormente, en la reunión del 4 de febrero de 2016, la Junta de Gobierno decidió mantener sin cambio el nivel para dicho objetivo, al igual que la Reserva Federal, y tomando en consideración que el escenario central sobre el comportamiento de la inflación para el corto y el mediano plazo en ese momento seguía siendo congruente con la consolidación de la convergencia de esta al objetivo permanente de 3 por ciento. No obstante lo anterior, la Junta de Gobierno alertó que la depreciación adicional de la moneda nacional registrada a principios de 2016, y la posibilidad de que esta persistiera o se acentuara, pudiendo llegar a contaminar las expectativas de inflación, se había convertido en el principal riesgo para la inflación.

Por tanto, luego del recrudecimiento de la volatilidad en los mercados financieros internacionales, el deterioro del entorno externo y la depreciación del tipo de cambio que tuvieron lugar en las semanas subsecuentes a la última decisión mencionada, la Junta de Gobierno celebró una reunión extraordinaria y anunció que juzgó conveniente incrementar en 50 puntos base el objetivo para la Tasa de Interés Interbancaria a un día, a 3.75 por ciento (Gráfica 164). Ello, con el fin de evitar que la debilidad adicional registrada en la cotización de la moneda nacional aumentara la probabilidad de que las expectativas de inflación se vieran afectadas. Al respecto, la Junta de Gobierno aclaró que este incremento no inicia un ciclo de contracción monetaria. Cabe destacar que esta decisión formó parte de una acción coordinada de las autoridades en materia de política económica. En particular, en conjunto con la medida de política monetaria descrita, la Secretaría de Hacienda anunció un ajuste preventivo al gasto de la Administración Pública Federal para 2016, y la Comisión de Cambios decidió suspender los mecanismos de venta de dólares, sin descartar la utilización de intervenciones discrecionales en caso de que se presenten condiciones excepcionales en el mercado cambiario, ratificando que el elemento clave para procurar el anclaje de la moneda nacional sería la preservación de fundamentos macroeconómicos sanos.

Gráfica 164
Objetivo de la Tasa de Interés Interbancaria a 1 Día ^{1/}
 Por ciento anual



^{1/} Hasta el 20 de enero de 2008 se muestra la Tasa de Interés Interbancaria a 1 día.
 Fuente: Banco de México.

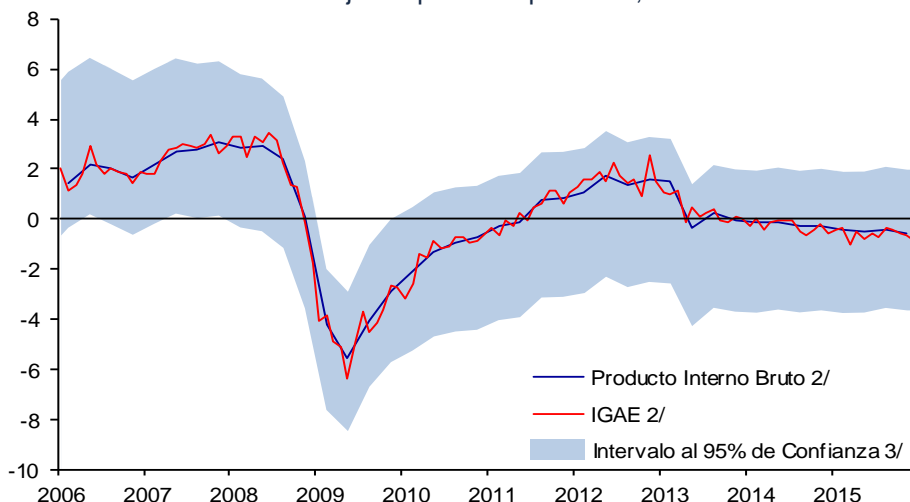
Las condiciones de carácter interno que se tomaron en consideración para fundamentar las decisiones de política monetaria tanto de octubre y diciembre de 2015, como del 4 de febrero de 2016, fueron relativamente similares. En contraste, las condiciones de carácter externo que se ponderaron en cada una de estas decisiones fueron deteriorándose en el tiempo, incluso conduciendo a que se tomara una decisión extraordinaria el 17 de febrero de 2016. A continuación, se describen estos dos grupos de condiciones.

4.1. Factores Internos en las Decisiones de Política Monetaria

- a) Durante el periodo que comprenden las decisiones de política monetaria aquí descritas, la inflación presentó un comportamiento favorable. En efecto, después de converger a la meta permanente de 3 por ciento, a partir de mayo de 2015 esta continuó exhibiendo una tendencia a la baja, ubicándose por debajo de su objetivo de 3 por ciento, incluso tomando en cuenta el repunte que esta experimentó en enero y la primera quincena de febrero de 2016 como consecuencia de los factores descritos en la Sección 2. En congruencia con lo anterior, se anticipaba que tanto la inflación general, como la subyacente, cerrarían 2015 cerca de 2 por ciento; que en 2016 estas registrarían incrementos graduales, ubicándose alrededor de 3 por ciento; y que en 2017 ambos indicadores se estabilizarían alrededor de dicho nivel.
- b) La economía mexicana registró en el tercer y cuarto trimestres del año un ritmo de crecimiento moderado, si bien hacia adelante se consideró que enfrentaba riesgos a la baja. Ante ello, la brecha del producto se mantuvo en terreno negativo y se espera que continúe en dicho terreno en el futuro previsible (Gráfica 165). Así, aun cuando algunos indicadores sugerían que las condiciones de holgura en la economía y en el mercado laboral podrían estar disminuyendo gradualmente, no se anticipaban

presiones generalizadas sobre los precios provenientes de la demanda agregada durante los siguientes semestres.

Gráfica 165
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; véase Informe sobre la Inflación Abril - Junio 2009, Banco de México, pág. 74.

2/ Cifras del PIB al cuarto trimestre de 2015. Cifras del IGAE a diciembre de 2015.

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

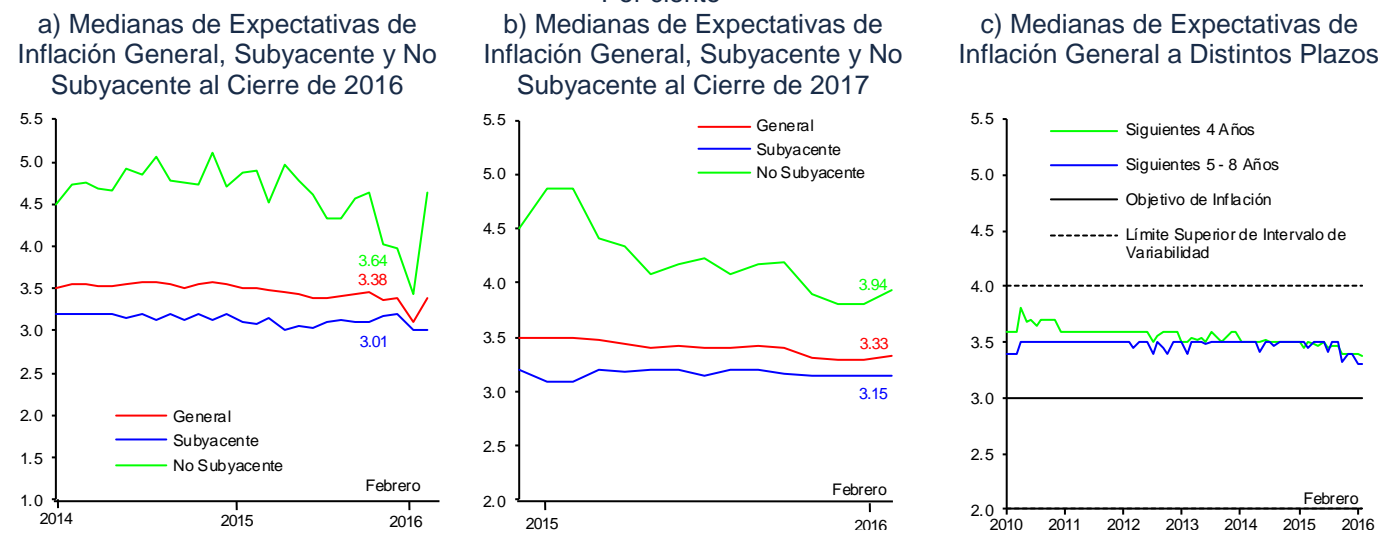
Fuente: Elaborado por Banco de México con información del INEGI.

- c) Las expectativas para la inflación general y subyacente medidas a través de encuestas para el cierre de 2015, 2016 y 2017 siguieron disminuyendo, mientras que las correspondientes a horizontes de mayor plazo continuaron consolidando su reducción. Asimismo, las expectativas de inflación implícitas en instrumentos de mercado para horizontes de largo plazo se mantuvieron estables. Específicamente, en lo referente al comportamiento de las expectativas de inflación provenientes de la encuesta que levanta el Banco de México entre especialistas del sector privado, destaca que:
- i. La correspondiente al cierre de 2016 se redujo de 3.4 por ciento en la encuesta de septiembre a 3.1 por ciento en la de enero de 2016.⁴⁰ En particular, la mediana de las expectativas para el componente subyacente disminuyó de 3.1 a 3.0 por ciento en el mismo lapso, mientras que las expectativas implícitas para el componente no subyacente se redujeron de 4.6 a 3.4 por ciento (Gráfica 166a). Posteriormente, en la encuesta de febrero la expectativa de inflación general para el cierre de 2016 aumentó a 3.4 por ciento. En su interior, la mediana de las expectativas del componente subyacente permaneció en 3.0 por ciento, mientras que la correspondiente al componente no subyacente registró un incremento, al colocarse en 3.6 por ciento.

⁴⁰ La mediana de la expectativa de inflación general para el cierre de 2016 de la Encuesta de Banamex disminuyó de 3.4 a 3.1 por ciento entre las encuestas del 22 de septiembre de 2015 y del 22 de febrero de 2016.

- ii. La mediana de las expectativas de inflación al cierre de 2017 disminuyó de 3.4 a 3.3 por ciento entre septiembre de 2015 y febrero de 2016.⁴¹ En específico, la mediana de las expectativas para el componente subyacente se mantuvo en 3.2 por ciento durante todo el periodo de análisis, mientras que las implícitas para el componente no subyacente se redujeron de 4.2 a 3.9 por ciento (Gráfica 166b).
- iii. Aquellas para horizontes de más largo plazo continúan consolidando su reducción y se ubican en 3.3 por ciento por primera vez desde que se miden (Gráfica 166c).⁴²

Gráfica 166
Expectativas de Inflación
Por ciento



- iv. Respecto a la evolución de las expectativas de inflación implícitas en las cotizaciones de instrumentos de mercado a 10 años, estas se mantienen estables cerca de 3.0 por ciento, mientras que la prima por riesgo inflacionario se ajustó nuevamente a la baja entre septiembre de 2015 y enero de 2016 (Gráfica 167a).⁴³ De esta forma, la compensación por inflación y riesgo inflacionario (diferencia entre las tasas de interés nominales y reales de largo plazo) disminuyó aproximadamente 20 puntos base durante el periodo de referencia, y permaneció en niveles bajos (Gráfica 167b), lo que refleja que los tenedores de instrumentos con tasas de interés

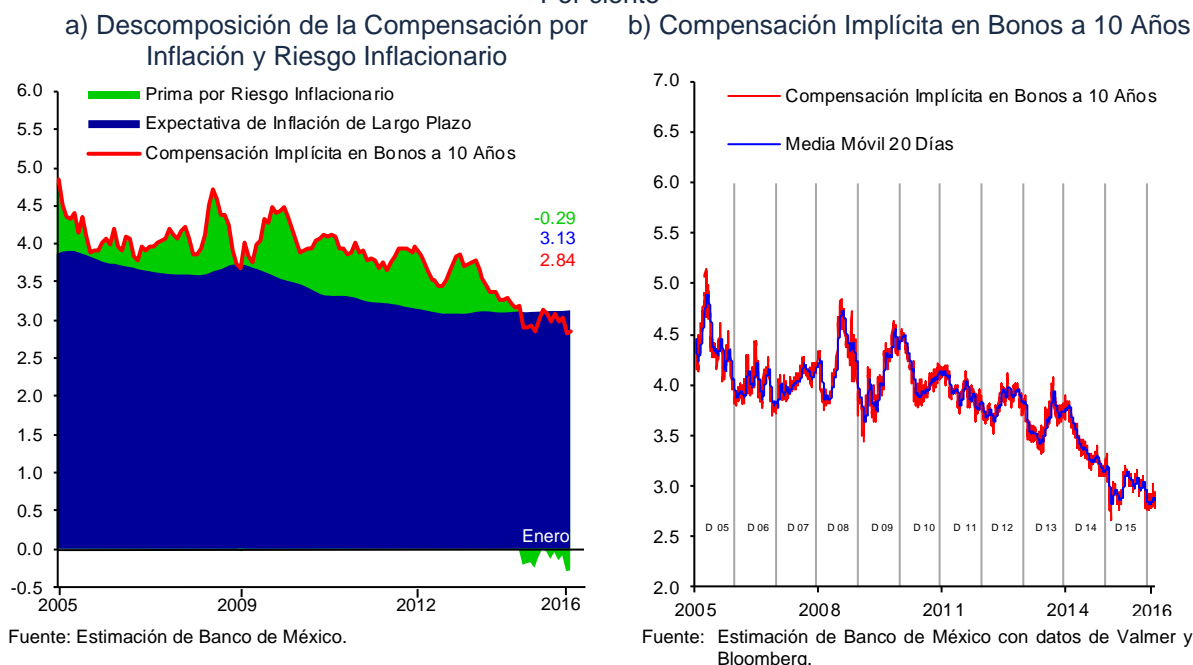
⁴¹ La mediana de la expectativa de inflación general para el cierre de 2017 de la Encuesta de Banamex se colocó en 3.2 por ciento entre las encuestas del 7 de enero de 2016 y del 22 de febrero de 2016.

⁴² Por lo que respecta a la mediana de las expectativas de inflación de largo plazo de la Encuesta de Banamex (para los siguientes 3 a 8 años), esta también disminuyó de 3.5 a 3.3 por ciento entre las encuestas del 22 de septiembre de 2015 y la del 22 de febrero de 2016.

⁴³ Para una descripción de la estimación de las expectativas de inflación de largo plazo ver el Recuadro "Descomposición de la Compensación por Inflación y Riesgo Inflacionario" en el Informe Trimestral Octubre - Diciembre 2013. Para este Informe, se actualizó la estimación para incluir datos hasta diciembre de 2015.

nominales siguen demandando una compensación por inflación y riesgo inflacionario relativamente baja en los bonos del gobierno mexicano.

Gráfica 167
Expectativas de Inflación
Por ciento



4.2. Factores Externos en las Decisiones de Política Monetaria

Como ya se mencionó, los factores externos que se tomaron en cuenta para las decisiones de política monetaria fueron los que presentaron modificaciones más importantes desde septiembre de 2015. A continuación se explican las implicaciones del cambio en el entorno externo en cada una de las decisiones de política monetaria descritas en este Informe:

- a) En la decisión de política monetaria tomada en octubre de 2015, además del entorno interno antes descrito, se valoró que diversos factores externos, tales como la debilidad en el crecimiento económico global y la incertidumbre sobre el inicio de la normalización de la política monetaria de la Reserva Federal, habían venido generando una depreciación en las monedas de economías emergentes, incluyendo México. Si bien la depreciación que había registrado la moneda nacional en ese lapso había sido significativa, el cambio en precios relativos derivado de la misma había procedido de manera ordenada y paulatina. En particular, los precios de las mercancías habían aumentado pausada y gradualmente, sobre todo como consecuencia del comportamiento de los precios de los bienes durables, al tiempo que no se observaron efectos de segundo orden en los precios de bienes y servicios no comerciables derivados del ajuste de la cotización del peso. Ante ello, la Junta de

Gobierno mantuvo el objetivo para la Tasa de Interés Interbancaria a un día en un nivel de 3.0 por ciento.

- b) En la decisión de diciembre de 2015, la depreciación en el tipo de cambio continuó sin tener efectos de segundo orden sobre el proceso de formación de precios. No obstante, como era esperado, la Reserva Federal incrementó en 25 puntos base el rango objetivo para la tasa de referencia y señaló que el ritmo de los incrementos futuros sería gradual y dependería de la evolución observada y esperada del empleo y de la inflación. Ante ello, la Junta de Gobierno del Banco de México decidió aumentar en 25 puntos base el objetivo para la Tasa de Interés Interbancaria a un día, a un nivel de 3.25 por ciento. Con esta acción el Banco Central buscó evitar que el diferencial de las tasas de interés de México respecto a las de ese país, ajustado por riesgo, se redujera y que esto pudiera dar lugar a que en el corto plazo los flujos de capital se vieran afectados.
- c) En la decisión de política monetaria tomada el 4 de febrero de 2016 destacaron los siguientes cambios en el entorno externo y sus implicaciones para la moneda nacional:
 - i. La Reserva Federal mantuvo su tasa de política monetaria sin cambio en su reunión de enero y reiteró que la trayectoria de los incrementos subsecuentes sería gradual y seguiría dependiendo de la evolución observada y esperada del empleo y de la inflación. Adicionalmente, mencionó que evaluaría el entorno global y su efecto en el balance de riesgos para la actividad económica y la inflación. Ello fue interpretado por los analistas económicos y los mercados financieros como una trayectoria de incrementos futuros en la tasa de referencia todavía más gradual que lo esperado anteriormente.
 - ii. A pesar de lo anterior, la volatilidad en los mercados financieros internacionales registró un aumento importante, en un entorno de bajo crecimiento global y menores pronósticos para el mismo, así como una mayor divergencia en las perspectivas de las políticas monetarias de varios de los bancos centrales de las principales economías avanzadas y grandes caídas en los precios del petróleo. Esto condujo a una depreciación adicional significativa del peso frente al dólar, aun cuando la Reserva Federal mantuvo sin cambio su política monetaria. En particular, la depreciación observada de la moneda nacional durante 2015 no fue de las más considerables entre las registradas en otras economías emergentes y algunos países avanzados exportadores de petróleo y/o mercancías básicas. Esto cambió al inicio de 2016, donde el peso mexicano fue una de las divisas con mayor depreciación frente al dólar.

En este contexto, dado que el escenario central sobre el comportamiento de la inflación para el corto y el mediano plazo continuaba siendo congruente con la consolidación de la convergencia de esta al objetivo permanente de 3 por ciento, la Junta de Gobierno decidió mantener el objetivo para la Tasa de Interés Interbancaria a un día en un nivel de 3.25 por ciento. No obstante, dicha Junta señaló que el balance de riesgos para la inflación se había deteriorado en el corto plazo. Destacó que el riesgo al alza más importante para la inflación era la

depreciación adicional de la moneda nacional registrada en 2016, y la posibilidad de que esta persistiera o se acentuara, pudiendo llegar a contaminar las expectativas de inflación y conducir a un aumento del ritmo de crecimiento de los precios de los bienes no comerciables.

- d) Finalmente, en lo que respecta a la decisión de política monetaria anunciada el 17 de febrero derivada de una reunión extraordinaria y en el marco de una estrategia de política económica coordinada con la Secretaría de Hacienda y Crédito Público y la Comisión de Cambios, se consideró que:
- i. La volatilidad en los mercados financieros internacionales continuó aumentando. En particular, destacó que el precio del petróleo siguió descendiendo y que ello había generado un nuevo impacto negativo sobre la cotización del peso. Las presiones sobre la moneda nacional se incrementaron aún más ante la percepción de que la posición fiscal se estaba debilitando, principalmente por la vía de Pemex, y que se hizo más generalizado el uso del peso como mecanismo de cobertura de riesgos de otros países emergentes e incluso del precio del crudo, provocando que la moneda se depreciara más allá del ajuste de equilibrio que se podía justificar por la caída en el precio del petróleo. Esto aumentó la probabilidad de que surgieran expectativas de inflación incongruentes con la consolidación del objetivo permanente de 3 por ciento.
 - ii. Ante el complicado entorno externo, la elevada aversión al riesgo en los mercados y la percepción de amenazas sobre las finanzas públicas, se hacía indispensable fortalecer el marco macroeconómico de la economía mexicana.

Por ello, la Secretaría de Hacienda y Crédito Público y el Instituto Central decidieron reforzar los fundamentos económicos en el ámbito de su responsabilidad. Así, en conjunto con el incremento de 50 puntos base en el objetivo para la Tasa de Interés Interbancaria a un día, la Secretaría de Hacienda anunció un ajuste preventivo al gasto público para 2016, en tanto que la Comisión de Cambios decidió suspender los mecanismos de venta de dólares, sin descartar la intervención discrecional en caso de que se presenten condiciones excepcionales en el mercado cambiario. Respecto de este último punto, en las semanas previas a las decisiones tomadas el 17 de febrero se hizo evidente que la participación de algunos agentes en el mercado cambiario se llevaba a cabo mediante el uso de modelos de operación automatizada de alta frecuencia que explotaban la naturaleza del mencionado mecanismo de subastas entonces vigente. En particular, las estrategias adoptadas con dichos modelos aprovechaban la volatilidad del tipo de cambio para obtener ganancias, lo que a su vez afectaba su nivel y retroalimentaba su volatilidad. Lo anterior ha sido agravado por cambios recientes en la regulación financiera internacional en materia de exposición de riesgos, los cuales han inducido a los bancos globales a disminuir su actividad en los mercados financieros en general. Ello ha redundado en una menor liquidez y profundidad en la operación de prácticamente todos los activos financieros, particularmente de aquellos de mayor riesgo relativo, entre los que se incluyen los instrumentos financieros emitidos por las economías emergentes.

En el comunicado referente a la decisión del 17 de febrero, la Junta de Gobierno indicó que, si bien esta acción no constituía el inicio de un ciclo de contracción

monetaria, hacia adelante seguirá muy de cerca la evolución de todos los determinantes de la inflación y sus expectativas para horizontes de mediano y largo plazo, en especial del tipo de cambio y su posible traspaso a los precios al consumidor. Asimismo, señaló que se mantendrá vigilante de la posición monetaria relativa entre México y Estados Unidos, sin descuidar la evolución de la brecha del producto. Esto, con el fin de estar en posibilidad de tomar medidas con toda flexibilidad y en el momento en que las condiciones lo requieran, para consolidar la convergencia eficiente de la inflación al objetivo de 3 por ciento.

4.3. Mercados Financieros Nacionales

En cuanto a la evolución de los mercados financieros nacionales, estos se vieron afectados por la volatilidad registrada en los mercados financieros internacionales. El mercado cambiario continuó siendo el principal amortiguador de choques externos, en tanto que los indicadores del mercado de renta fija se mantuvieron relativamente estables, por lo que se observaron solo reducciones marginales en las posiciones en bonos del Gobierno Federal por parte de inversionistas institucionales.

En efecto, el peso mexicano, al igual que otras monedas de economías emergentes, registró una depreciación frente al dólar estadounidense y elevada volatilidad durante el periodo que cubre este Informe, así como una depreciación adicional en lo que va de 2016. De este modo, de septiembre a diciembre de 2015, el tipo de cambio se depreció 2.4 por ciento –de alrededor de 16.86 a 17.27 pesos por dólar–, para después, el 4 de febrero del 2016 alcanzar un nivel de 18.19 pesos por dólar. Posteriormente, llegó a presentar un nivel máximo de 19.42 pesos por dólar el 11 de febrero. Así, la paridad acumuló una depreciación de 10.6 por ciento de finales de septiembre de 2015 al 16 de febrero (Gráfica 168a y (Gráfica 168b). En este comportamiento del tipo de cambio han incidido factores tanto de índole real como financiera. Dentro de los factores reales se encuentran el deterioro de los términos de intercambio derivado de la reducción observada en el precio del petróleo, así como el estancamiento de la demanda por exportaciones como resultado del bajo volumen de comercio global y, en particular, de la desaceleración de la actividad industrial en Estados Unidos. Dentro de los factores de carácter financiero destaca el uso de coberturas cambiarias del peso mexicano en las estrategias de ajuste en la exposición de riesgos en otras divisas dentro de los portafolios de los inversionistas nacionales e internacionales, la mayor aversión al riesgo entre estos, y la gran incertidumbre que ha reinado en materia económica y geopolítica en el mundo desde el inicio de 2016.

Con el paquete de medidas anunciadas por las autoridades el 17 de febrero de 2016, el tipo de cambio mostró una apreciación de 6.6 por ciento desde el máximo alcanzado de 19.42 pesos por dólar, al regresar hacia niveles inferiores a 18 pesos por dólar en las semanas siguientes a la adopción de las medidas antes referidas.

Gráfica 168

Tipo de Cambio y Volatilidad Implícita del Tipo de Cambio

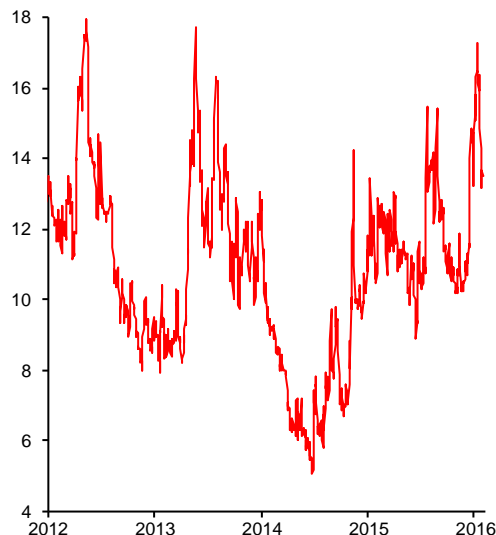
a) Tipo de Cambio Nominal ^{1/}
Pesos por dólar



^{1/} El tipo de cambio observado es el dato diario del tipo de cambio FIX.

Fuente: Banco de México.

b) Volatilidad Implícita en Opciones de Tipo de Cambio ^{1/}
Por ciento



^{1/} La volatilidad implícita en opciones del tipo de cambio se refiere a opciones a un mes.

Fuente: Bloomberg.

En el periodo que cubre este Informe, la Comisión de Cambios anunció modificaciones secuenciales a los mecanismos de intervención en el mercado cambiario suspendiendo a partir del 23 de noviembre de 2015 las subastas diarias sin precio mínimo por 200 millones de dólares y extendiendo el plazo de vigencia para las subastas diarias con precio mínimo hasta el 29 de enero de 2016. Además, puso en marcha subastas de dólares suplementarias con precio mínimo. Al respecto, cabe señalar que durante el cuarto trimestre de 2015 y hasta el 16 de febrero de 2016 el mecanismo de subastas de dólares ordinarias con precio mínimo se activó en 18 ocasiones, en tanto que el mecanismo de subastas de dólares suplementarias con precio mínimo se activó en 10 ocasiones. En suma, el monto total asignado mediante los distintos mecanismos de intervención implementados por la Comisión de Cambios en el periodo de referencia ascendió a 12,272 millones de dólares.

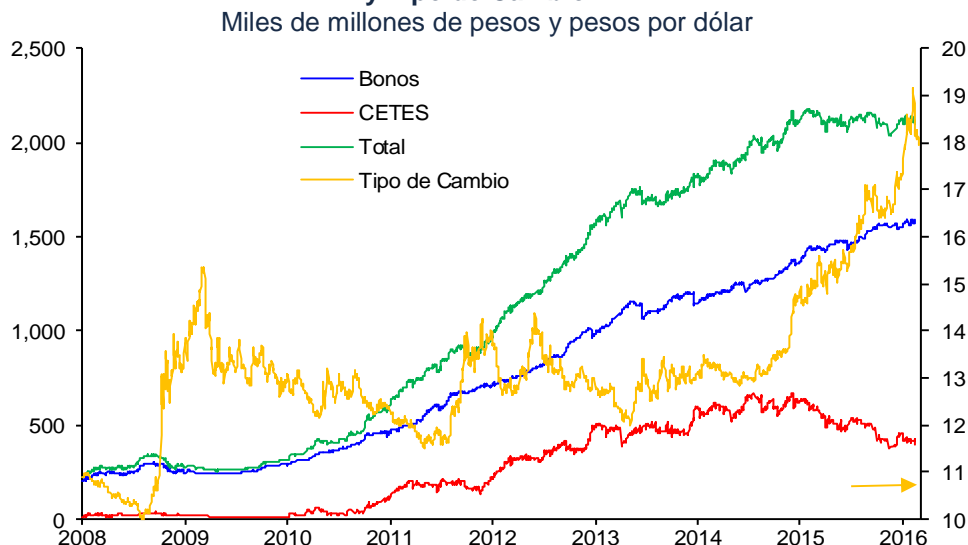
Posteriormente, ante el deterioro que experimentó el entorno global hacia mediados de febrero, y en complemento con las acciones en materia fiscal y monetaria anunciadas el 17 de febrero por la Secretaría de Hacienda y Crédito Público y por el Banco de México ya explicado, la Comisión de Cambios decidió suspender los mecanismos de venta de dólares, vendiendo ese día discrecionalmente 2 mil millones de dólares, para reforzar el impacto de las medidas mencionadas sobre la cotización de la moneda nacional, dado el grado de su desalineamiento. En este sentido, estableció la posibilidad de intervenir discrecionalmente en el mercado cambiario en caso de que se presenten condiciones excepcionales en el mismo. Al respecto, cabe destacar que la intervención de la Comisión de Cambios en el uso de las reservas internacionales en poder del Banco de México continúa teniendo como objetivo preservar el orden y la liquidez en el mercado, por lo que la citada Comisión enfatizó que solo se

intervendrá en circunstancias excepcionales en las cuales haya baja liquidez en el mercado o se presenten otro tipo de disrupciones. El anclaje del valor de la moneda nacional se procurará fundamentalmente mediante la preservación de fundamentos económicos sólidos.⁴⁴

Por otro lado, destaca que, como resultado de la revisión anual de la Línea de Crédito Flexible otorgada a México, el 24 de noviembre el FMI ratificó que México continúa cumpliendo con los criterios de calificación necesarios para acceder, en caso de requerirlo y sin condición alguna, a los recursos de este instrumento por alrededor de 65 mil millones de dólares.

Por lo que respecta al comportamiento del mercado de renta fija, en el contexto descrito y pese a la volatilidad registrada en los mercados financieros, las tasas de interés en México mostraron un comportamiento favorable. En cuanto a la tenencia de valores gubernamentales de no residentes, esta tuvo una reducción marginal de posiciones en títulos del Gobierno Federal por parte de inversionistas institucionales. Al respecto, conviene señalar que la tenencia de instrumentos de corto plazo por parte de estos inversionistas se redujo, mientras que la de aquellos de mediano y largo plazo se incrementó ligeramente (Gráfica 169).

Gráfica 169
Tenencia de Valores Gubernamentales de Residentes en el Extranjero y Tipo de Cambio ^{1/}



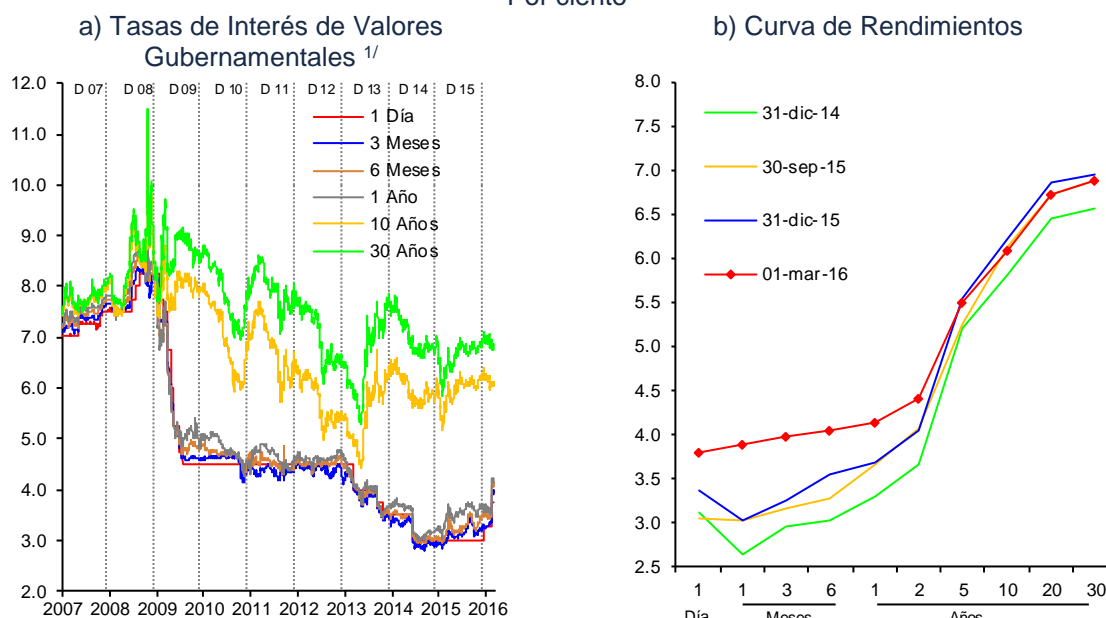
^{1/} El total incluye CETES, bonos, udibonos, bondes y bondes D.
Fuente: Banco de México.

Así, las tasas de interés en México correspondientes a horizontes de corto plazo reflejaron los incrementos en la tasa de interés de referencia derivados de las acciones de política monetaria durante el periodo que cubre este Informe y en lo que va de 2016. En contraste, aquellas para horizontes de largo plazo se mantuvieron estables. En particular, la tasa de los bonos soberanos con vencimiento a 3 meses aumentó de 3.2 a 3.3 por ciento en el cuarto trimestre de 2015 dado el incremento en la tasa de referencia en diciembre de 2015, para luego incrementarse a 4.0 por ciento en los días posteriores al incremento de 50 puntos

⁴⁴ Véanse los comunicados de prensa de la Comisión de Cambios del 19 de noviembre de 2015, del 28 de enero y 17 de febrero de 2016.

base en la tasa de referencia el 17 de febrero de 2016. Por su parte, la tasa de interés de los bonos con vencimiento a 2 años disminuyó de 4.1 a 4.0 por ciento en el periodo de referencia, nivel en el que se mantuvo hasta principios de febrero, para luego incrementarse a 4.4 por ciento en los últimos días. Por otro lado, a pesar de los incrementos en las tasas de corto plazo, las correspondientes a los bonos con vencimiento a 10 años pasaron de 6.2 a 6.3 por ciento durante el periodo de referencia, para luego disminuir a 6.1 por ciento desde principios de febrero (Gráfica 170a). De este modo, la pendiente de la curva de rendimientos (que se aproxima con la diferencia entre la tasa a 10 años y la tasa a 3 meses) se mantuvo en torno a 300 puntos base, para posteriormente disminuir de manera importante a 210 puntos base en los días posteriores a la decisión del 17 de febrero de 2016 (Gráfica 170b).

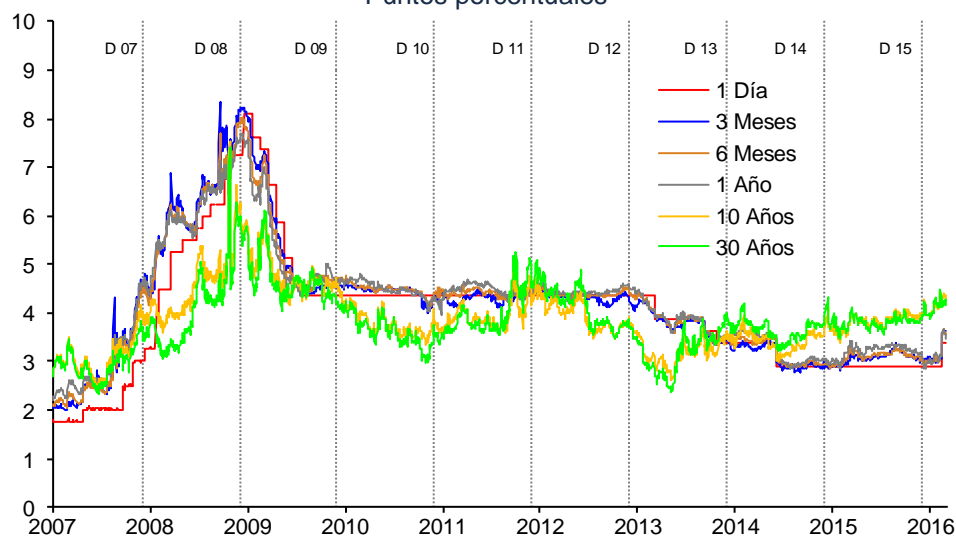
Gráfica 170
Tasas de Interés en México
Por ciento



1/ A partir del 21 de enero de 2008, la tasa de interés a 1 día corresponde al objetivo para la Tasa de Interés Interbancaria a 1 día.
Fuente: Proveedor Integral de Precios (PiP).

No obstante lo anterior, los diferenciales de tasas de interés de largo plazo entre México y Estados Unidos registraron ciertos incrementos, ante la mayor disminución en las tasas estadounidenses. De este modo, el diferencial de tasas de interés a 10 años se mantuvo alrededor de 400 puntos base en el periodo que cubre este Informe, para posteriormente ubicarse en 430 puntos base en los días posteriores al 17 de febrero (Gráfica 171).

Gráfica 171
Diferenciales de Tasas de Interés entre México y Estados Unidos ^{1/}
 Puntos porcentuales



^{1/} Para la tasa objetivo de Estados Unidos se considera el promedio del intervalo considerado por la Reserva Federal.
 Fuente: Proveedor Integral de Precios (PiP) y Departamento del Tesoro Norteamericano.

Como señaló el Banco de México en diversas comunicaciones durante el periodo que cubre este Informe, era elevado el riesgo de que la volatilidad en los mercados financieros internacionales permaneciera alta e incluso se incrementara. Ello, aunado a la perspectiva de que los precios del petróleo continuaran deprimidos por un horizonte relativamente largo y a la posibilidad de una descompresión desordenada de primas por plazo en los mercados financieros internacionales ante la normalización esperada de la política monetaria en Estados Unidos, hacía fundamental mantener un marco macroeconómico sólido en nuestro país. Dada la materialización de algunos de los riesgos antes referidos, fue necesario llevar a cabo acciones coordinadas en materia de política fiscal, monetaria y cambiaria encaminadas a reforzar los fundamentos económicos del país. Se anticipa que estas acciones redunden en el incremento en la confianza en México y contribuyan a que el componente de riesgo soberano en las tasas de interés, al igual que otras primas de riesgo, permanezca en niveles bajos. Hacia adelante, ante el actual entorno externo, en el que las condiciones financieras se están tornando más astringentes y de mayor aversión al riesgo, será crucial continuar monitoreando el marco macroeconómico del país y ajustarlo, en caso de requerirse, con el objeto de que la economía mexicana continúe distinguiéndose del resto de las economías emergentes.

5. Previsiones para la Inflación y Balance de Riesgos

A continuación se describe el escenario macroeconómico previsto para la economía mexicana en 2016 y 2017, el cual considera las condiciones externas e internas expuestas en el presente Informe. En particular, se toma en cuenta el reciente deterioro en el entorno internacional, así como los ajustes de política monetaria y fiscal anunciados el 17 de febrero de 2016 para enfrentarlo.

Crecimiento de la Economía Nacional: La información publicada entre el Informe precedente y el actual indica que la economía mexicana registró durante 2015 un desempeño ligeramente más favorable del que anteriormente podía apreciarse. En particular, se revisaron al alza las tasas de expansión trimestrales desestacionalizadas de la primera mitad del año, además de que en el tercer trimestre el PIB registró un crecimiento mayor que el sugerido por la estimación oportuna publicada por el INEGI. Por su parte, en el cuarto trimestre la economía presentó una menor expansión que la del trimestre previo, pero mayor a la prevista en el Informe anterior. De este modo, el PIB de 2015 en su conjunto registró un crecimiento de 2.5 por ciento. Esta cifra se ubica ligeramente por encima del límite superior del intervalo de pronóstico previsto para 2015 en el Informe anterior.

No obstante lo anterior, para 2016 y 2017 se prevé un entorno externo más complejo y, especialmente, mayores riesgos a la baja para el crecimiento de la economía nacional. En particular, se estima un menor dinamismo de la demanda externa respecto a lo previamente anticipado, principalmente ante la revisión a la baja en los pronósticos para la actividad industrial de Estados Unidos y la desaceleración en la actividad económica mundial.⁴⁵ A su vez, los ajustes en las previsiones de la actividad industrial estadounidense podrían asociarse a la apreciación generalizada que ha experimentado el dólar, en un entorno de debilidad de la actividad económica global, volatilidad en los mercados financieros internacionales y una reducción en el comercio mundial. Adicionalmente, la previsión de un bajo precio del petróleo por un periodo prolongado también parecería haber deteriorado las perspectivas de crecimiento del sector industrial de Estados Unidos, debido a sus efectos adversos sobre su sector energético.

Tomando en cuenta las consideraciones anteriores, el intervalo de pronóstico para el crecimiento del PIB de México en 2016 se revisa a la baja con respecto al Informe anterior, de uno de entre 2.5 y 3.5 por ciento, a uno de entre 2.0 y 3.0 por ciento (Gráfica 172a). De manera similar, para 2017 se ajustan las previsiones para ubicar la tasa de expansión del PIB entre 2.5 y 3.5 por ciento, en comparación con el intervalo de 3.0 a 4.0 por ciento en el Informe previo.

En este contexto, las previsiones consideran que el ajuste monetario, en conjunto con el recorte de gasto público anunciado, contribuirán a reforzar los fundamentos económicos del país. Así, el moderado efecto que tendrían estas medidas sobre la actividad económica en el corto plazo tenderá a verse contrarrestado por la generación de un entorno más propicio para el crecimiento. En particular, los

⁴⁵ Las expectativas para la economía de Estados Unidos se basan en el consenso de los analistas encuestados por Blue Chip en febrero de 2016. Para 2016, se anticipa que la producción industrial de ese país crezca 0.8 por ciento, cifra que se compara con la tasa de expansión de 2.3 por ciento esperada en el Informe previo. Para 2017, las previsiones se ajustan de 2.8 por ciento en el Informe precedente a 2.4 por ciento en el actual.

ajustes anunciados el 17 de febrero contribuirán a dar confianza a los inversionistas respecto al compromiso de México de mantener un marco macroeconómico sólido y de su capacidad para actuar oportunamente ante las dificultades del entorno externo, diferenciándose así de manera favorable respecto a otros países emergentes como destino de inversión. Asimismo, también se generará un entorno más propicio para las fuentes internas de crecimiento, al prevenir un deterioro en las expectativas de inflación y propiciar un ajuste más ordenado en los mercados financieros nacionales.

Empleo: En congruencia con el ajuste en los pronósticos de actividad económica, se revisan a la baja las expectativas para el crecimiento del número de puestos de trabajo afiliados en el IMSS. Para 2016, se espera un aumento de entre 610 y 710 mil puestos, lo cual se compara con el intervalo previsto en el Informe anterior de entre 630 y 730 mil plazas laborales. Para 2017, se modifica el intervalo de 660 a 760 mil puestos de trabajo afiliados al IMSS en el Informe precedente, a uno de entre 650 y 750 mil plazas laborales.

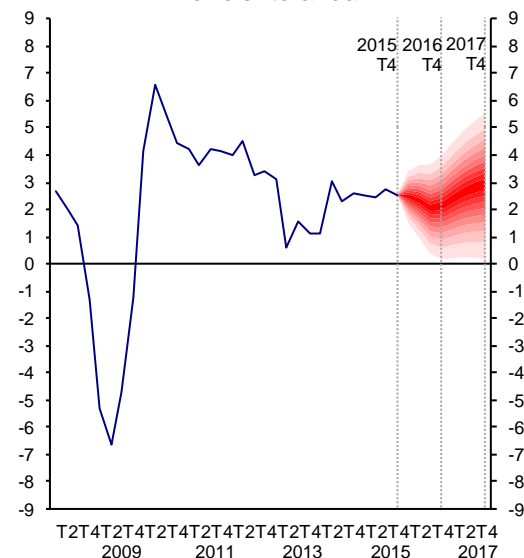
Cuenta Corriente: En 2015, la balanza comercial registró un déficit de 14.5 miles de millones de dólares (1.3 por ciento del PIB). En este contexto, el déficit de la cuenta corriente alcanzó 32.4 miles de millones de dólares (2.8 por ciento del PIB). Esta cifra se compara con la de 24.8 miles de millones de dólares (1.9 por ciento del PIB) en 2014. El cambio entre el saldo de la cuenta corriente en 2014 y en 2015 se explica fundamentalmente por el deterioro en la balanza petrolera. En efecto, la cuenta corriente excluyendo la balanza petrolera presentó un déficit de 2.0 por ciento del PIB en 2014, cifra similar a la observada en 2015. Para 2016, se anticipan déficits en la balanza comercial y en la cuenta corriente de 12.0 y de 30.3 miles de millones de dólares, respectivamente (1.2 y 2.9 por ciento del PIB, en el mismo orden). Para 2017, se prevén déficits en la balanza comercial y en la cuenta corriente de 13.1 y 33.5 miles de millones de dólares, respectivamente (1.2 y 2.9 por ciento del PIB, en el mismo orden).

Las previsiones de crecimiento económico aquí presentadas indican que no habrán presiones provenientes de la demanda agregada sobre la inflación ni sobre las cuentas externas. En particular, se anticipa que la brecha del producto se mantenga en terreno negativo en el horizonte de pronóstico (Gráfica 172b).

Gráfica 172

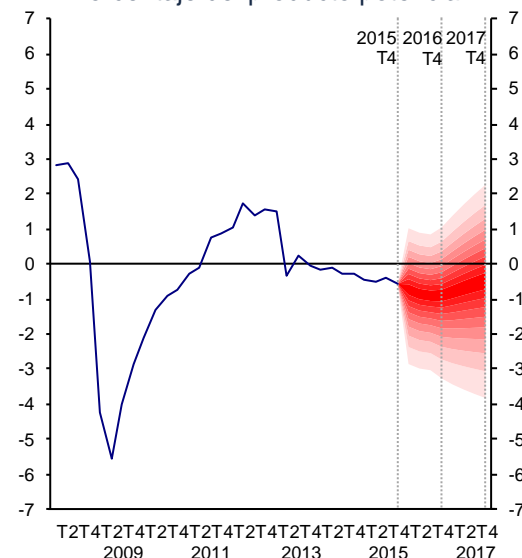
Gráficas de Abanico: Crecimiento del PIB y Brecha del Producto

a) Crecimiento del Producto, a. e.
Por ciento anual



a. e. / Cifras con ajuste estacional.
Fuente: INEGI y Banco de México.

b) Estimación de la Brecha del Producto, a. e.
Porcentaje del producto potencial



a. e. / Elaborado con cifras desestacionalizadas.
Fuente: Banco de México.

El escenario de crecimiento para el PIB de México presentado en este Informe está sujeto a diversos riesgos. Entre aquellos a la baja se encuentran los siguientes:

- i. Una actividad industrial de Estados Unidos incluso menor que la esperada. Esto podría ocurrir, por ejemplo, si el dólar continúa apreciándose, ante una mayor debilidad de la demanda mundial o como consecuencia de un mayor deterioro del precio de los energéticos.
- ii. Que los precios del petróleo no se recuperen. Esto podría conducir en el corto plazo a un menor gasto interno.
- iii. Que se acentúe todavía más la volatilidad en los mercados financieros, por ejemplo, como consecuencia de eventos asociados al entorno económico en China o ante incertidumbre relacionada al ritmo con el que se podría continuar dándose el retiro del estímulo monetario en Estados Unidos. Al igual que en el caso anterior, dicha volatilidad podría conducir a ajustes desordenados en el tipo de cambio, lo que podría conducir a un deterioro en los niveles de confianza y, por ende, de gasto de los consumidores y de los inversionistas.

Por el contrario, entre los riesgos al alza sobresalen:

- i. Una actividad industrial de Estados Unidos mejor a la esperada, lo que aunado a un ajuste más ordenado del tipo de cambio real, lleve a un incremento significativo de nuestras exportaciones no petroleras.
- ii. Que la implementación de las reformas estructurales tenga efectos más favorables y en un menor plazo sobre la inversión.

Inflación: La trayectoria prevista para la inflación considera el desvanecimiento de los choques de oferta favorables que tuvieron lugar a principios de 2015, los ajustes en precios relativos derivados de la depreciación cambiaria, así como el cambio en la determinación de los precios de la gasolina y, en consecuencia, en su estacionalidad, la cual implicaría precios más altos de este combustible durante el segundo y tercer trimestre, pero más bajos durante el primer y cuarto trimestre del año. De esta forma, se anticipa que en 2016 la inflación general anual aumente y que, derivado de la referida estacionalidad, alcance temporalmente niveles ligeramente superiores a 3 por ciento entre el segundo y el tercer trimestre, para luego cerrar el año cerca de dicho nivel. En el caso de la inflación subyacente anual, se espera que aumente gradualmente a lo largo del año como resultado del ajuste en precios relativos mencionado, para también finalizar 2016 en niveles cercanos a 3 por ciento. Para 2017, se prevé que tanto la inflación general, como la subyacente, se estabilicen alrededor del objetivo permanente de inflación. Cabe señalar que esta previsión no significa un deterioro generalizado en el proceso de formación de precios, sino que refleja los efectos esperados sobre la inflación de los factores antes mencionados (Gráfica 173 y Gráfica 174).

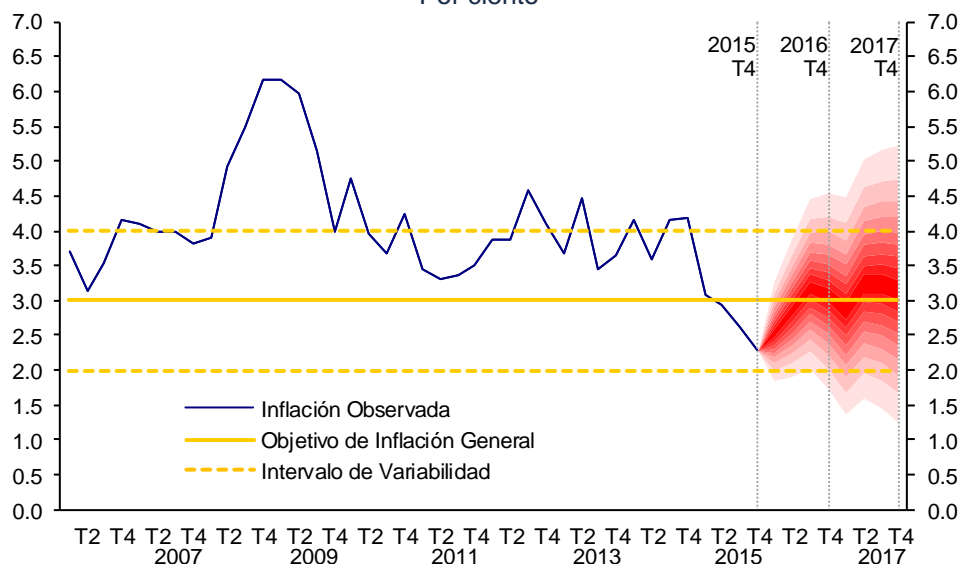
Las previsiones señaladas respecto a la trayectoria de la inflación no están exentas de riesgos. Entre los riesgos al alza destacan:

- i. Dadas las consecuencias que el entorno internacional ha tenido sobre el comportamiento del tipo de cambio, que retorne la depreciación de la moneda nacional, lo cual pudiera llegar a contaminar las expectativas de inflación y conducir a aumentos de precios de los bienes no comerciables. Cabe destacar, no obstante, que las acciones que el Banco de México ha tomado en sus últimas decisiones de política monetaria, en particular los ajustes al alza en el objetivo para la Tasa de Interés Interbancaria a un día de 25 puntos base el 17 de diciembre y de 50 puntos base el 17 de febrero, son una manifestación de su compromiso de mantener ancladas las expectativas de inflación.
- ii. Un dinamismo de la actividad económica mayor al anticipado, lo cual podría conducir a que la brecha del producto se cierre más rápido que lo previsto. No obstante, se estima que dicho riesgo se materializaría gradualmente.

Por su parte, como riesgos a la baja destacan:

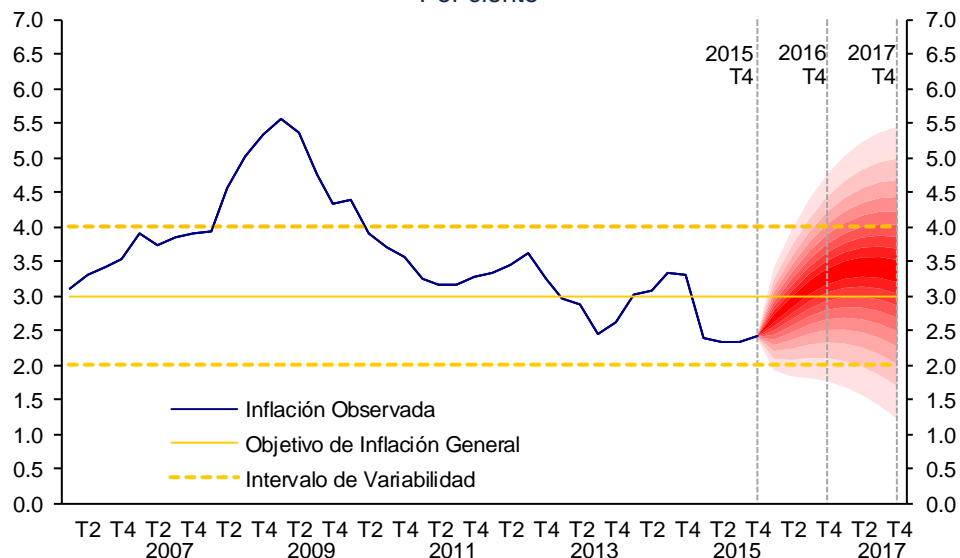
- i. Que como resultado de las reformas estructurales, algunos insumos de uso generalizado, tales como los servicios de telecomunicación y los energéticos, exhiban bajas adicionales en sus precios.
- ii. Que se revierta cuando menos parte de la depreciación reciente de la moneda nacional, como ya ha venido sucediendo.

Gráfica 173
Gráfica de Abanico: Inflación General Anual ^{1/}
 Por ciento



^{1/} Promedio trimestral de la inflación general anual.
 Fuente: Banco de México e INEGI.

Gráfica 174
Gráfica de Abanico: Inflación Subyacente Anual ^{1/}
 Por ciento



^{1/} Promedio trimestral de la inflación subyacente anual.
 Fuente: Banco de México e INEGI.

Considerando lo expuesto en el presente Informe, el pasado 17 de febrero la Junta de Gobierno aclaró que si bien su última decisión de política monetaria no iniciaría un ciclo de contracción monetaria, hacia adelante la Junta de Gobierno del Banco de México permanecerá atenta al comportamiento de todos los determinantes de la inflación y de sus expectativas para horizontes de mediano y largo plazo, en especial al tipo de cambio y su posible traspaso a los precios al consumidor. Asimismo, sostuvo que se mantendrá vigilante de la posición monetaria relativa entre México y Estados Unidos, sin descuidar la evolución de la brecha del

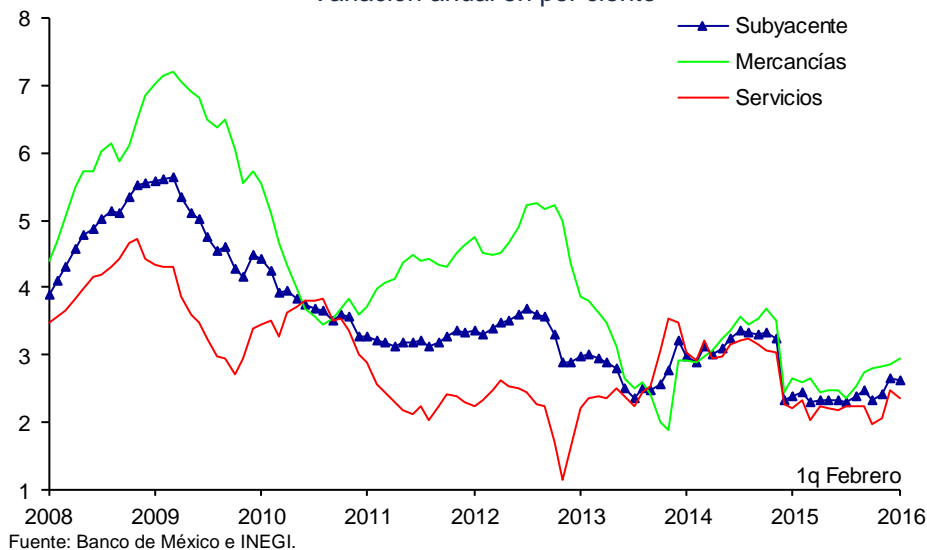
producto. Todo ello con el fin de estar en posibilidad de tomar medidas con toda flexibilidad y en el momento en que las condiciones lo requieran, para consolidar la convergencia eficiente de la inflación al objetivo de 3 por ciento.

Ante el aumento en la volatilidad en los mercados financieros internacionales y el deterioro en el entorno externo que enfrenta la economía de México, las autoridades mexicanas actuaron el 17 de febrero de 2016 de manera oportuna y coordinada con el objeto de aplicar una serie de medidas de ajuste que contribuyeran a reforzar los fundamentos macroeconómicos del país. En efecto, como se describió en este Informe, como parte de un paquete integral de medidas, el Banco de México decidió, en una reunión extraordinaria, incrementar la tasa de interés de referencia. Simultáneamente, el Gobierno Federal anunció un recorte preventivo al gasto de la Administración Pública Federal, lo cual permitirá enfrentar el choque a los ingresos públicos que ha representado la caída y el deterioro de las perspectivas futuras del precio del petróleo. También se dio a conocer un ajuste al presupuesto de Pemex, además de la intención de acelerar la implementación de la reforma en materia de hidrocarburos con miras a incrementar la productividad y eficiencia del sector. Por su parte, la Comisión de Cambios suspendió las subastas de dólares, dejando la posibilidad de intervenir discrecionalmente en el mercado cambiario en caso de condiciones excepcionales. El hecho de que la reacción de las autoridades haya sido rápida ante las condiciones más desfavorables y coordinada entre las distintas instituciones del Estado mexicano permitirá que las medidas sean más efectivas para lograr simultáneamente garantizar la estabilidad financiera del país y generar un entorno más propicio para un crecimiento económico más elevado.

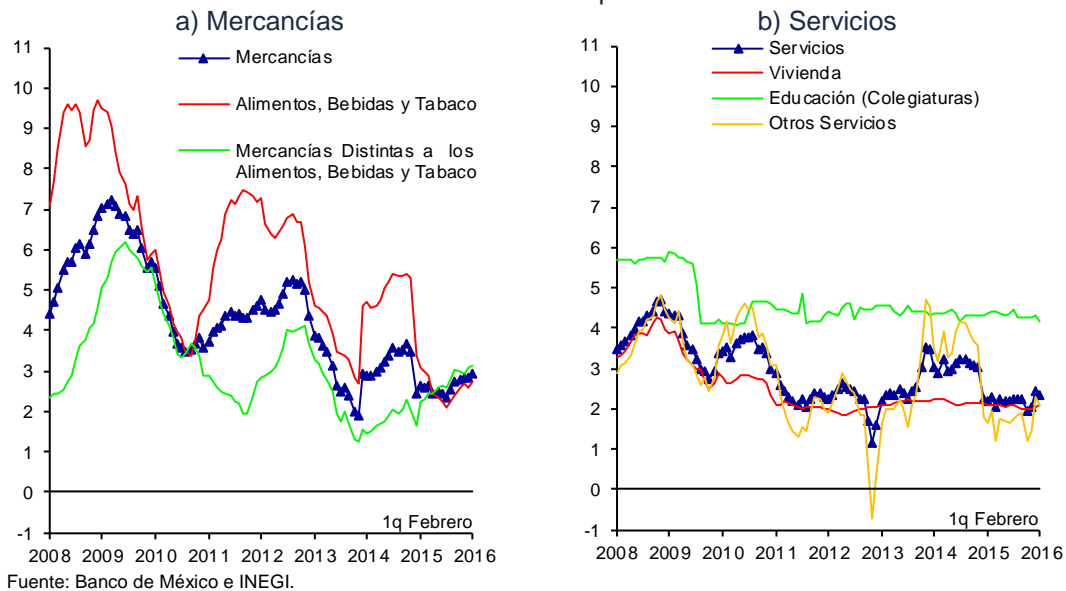
Adicionalmente, se recalca la importancia de contar con fuentes de crecimiento internas, particularmente en un contexto de debilidad económica mundial y bajo volumen de comercio global. De implementarse adecuadamente, y en adición a los beneficios directos sobre el bienestar de la población mexicana, las reformas estructurales permitirían distinguir aún más a la economía mexicana de otros países emergentes y consolidar un mayor ritmo de crecimiento en el mediano plazo. De manera relacionada, y como se ha señalado en Informes previos, es necesario fortalecer el estado de derecho y garantizar la seguridad jurídica. Ello permitiría potenciar el efecto sobre el crecimiento que las reformas estructurales tengan, además de directamente atraer mayor inversión al país.

Anexo 1: Gráficas Complementarias de la Evolución Reciente de la Inflación

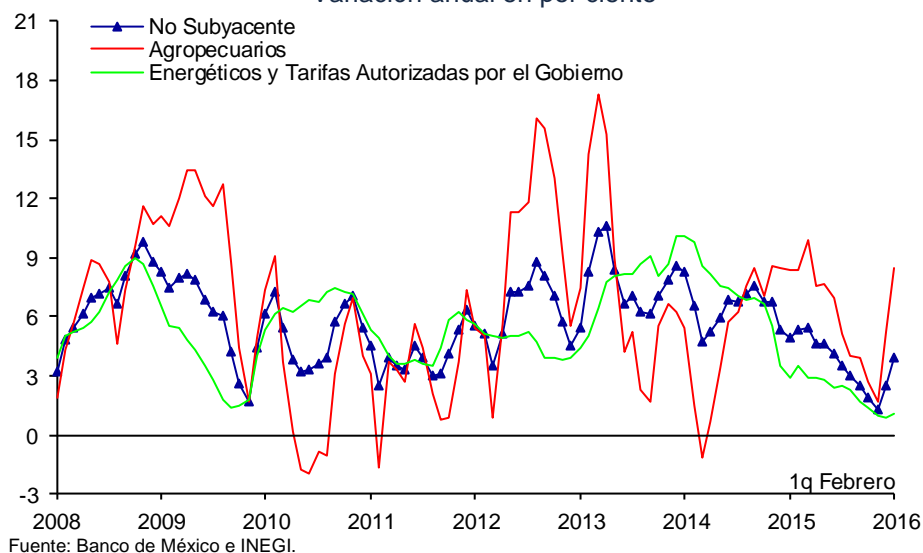
Gráfica A1
Índice de Precios Subyacente
 Variación anual en por ciento



Gráfica A2
Índice de Precios Subyacente: Mercancías y Servicios
 Variación anual en por ciento

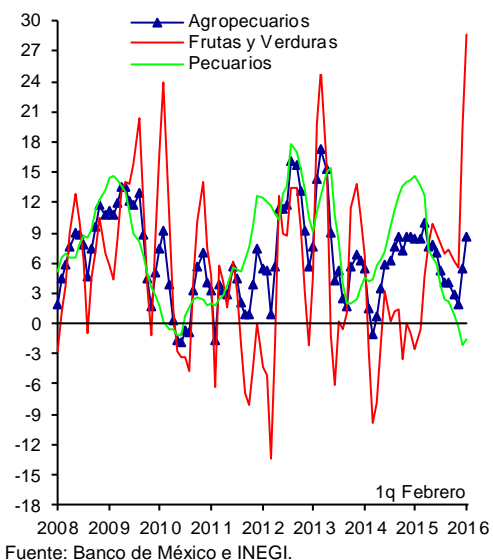


Gráfica A3
Índice de Precios No Subyacente
 Variación anual en por ciento

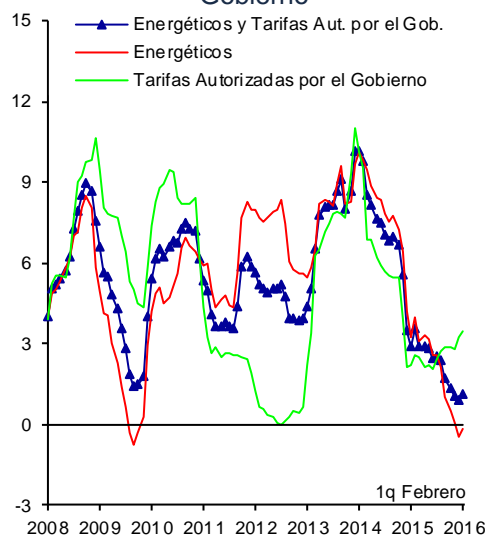


Gráfica A4
Índice de Precios No Subyacente
 Variación anual en por ciento

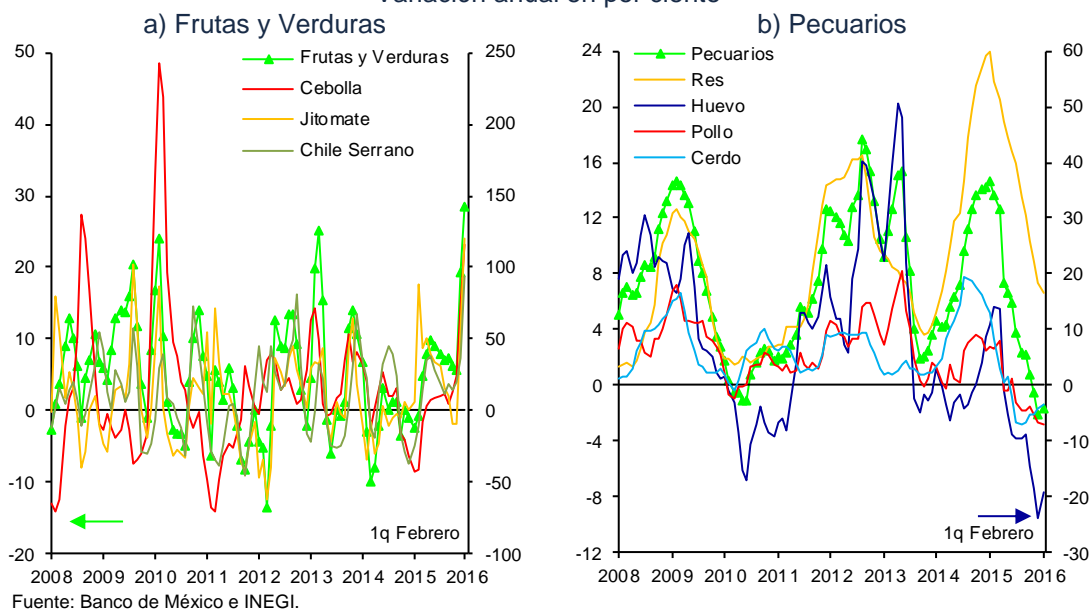
a) Agropecuarios



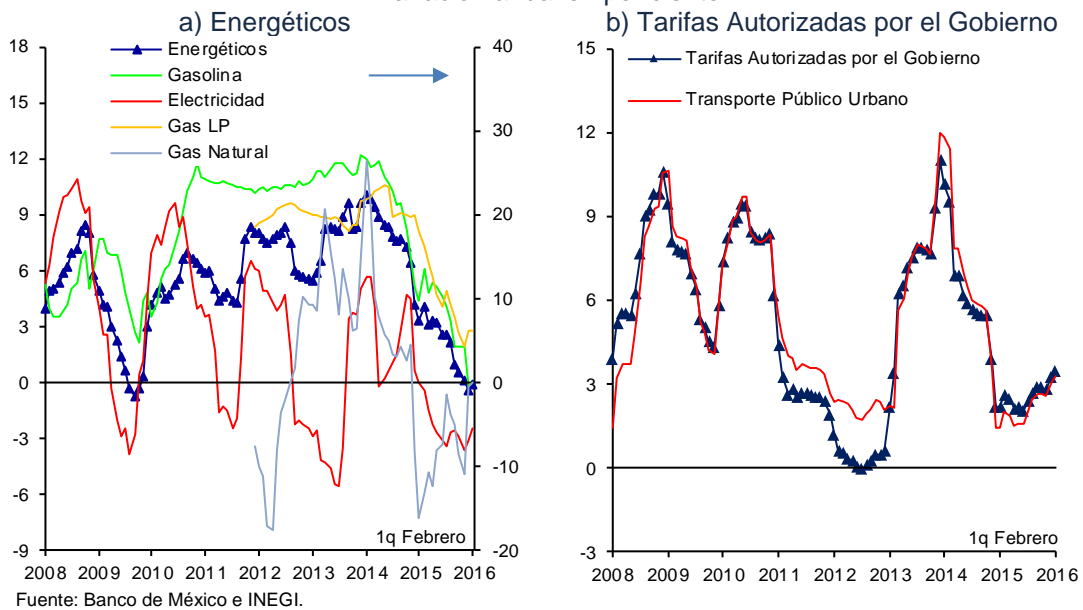
b) Energéticos y Tarifas Autorizadas por el Gobierno



Gráfica A5
Índice de Precios Agropecuarios
 Variación anual en por ciento



Gráfica A6
Índice de Precios de Energéticos y Tarifas Autorizadas por el Gobierno
 Variación anual en por ciento



Anexo

Relación de México con el Fondo Monetario Internacional, el Banco de Pagos Internacionales, el Grupo de los Veinte y otros Foros

Fondo Monetario Internacional

México es miembro fundador del Fondo Monetario Internacional (FMI) desde su creación en 1944. Con motivo de la denominada Décimo Cuarta Revisión General de las Cuotas, la Junta de Gobernadores del FMI aprobó en diciembre de 2010 un incremento general de cuotas, que incluye a México y cuya ratificación y puesta en vigor se dio el pasado 16 de enero de 2016. Como resultado de esta reforma, la cuota de México en ese organismo internacional aumentó de 3,625.7 a 8,912.7 millones de DEG desde el pasado 16 de febrero. Con ello, la participación relativa del país aumentó de 1.52 a 1.87 por ciento de total de las cuotas del FMI.

Durante 2015, destacaron dos temas en la relación de México con el FMI: 1) las consultas con México en el marco del Artículo IV del Convenio Constitutivo de ese organismo; y 2) la revisión anual de la Línea de Crédito Flexible (LCF) que se mantiene contratada hasta el 25 noviembre de 2016. Por otra parte, el doctor Agustín Carstens, Gobernador del Banco de México, en su calidad de presidente del Comité Monetario y Financiero Internacional (CMFI)⁴⁶ del FMI, cargo que asumió desde el pasado 23 de marzo de 2015,⁴⁷ presidió en 2015 dos reuniones de dicho Comité durante las denominadas Reuniones de Primavera y Reuniones Anuales del FMI-Banco Mundial, llevadas a cabo en la ciudad de Washington, D.C., Estados Unidos de América, durante abril,⁴⁸ y en la ciudad de Lima, Perú,⁴⁹ durante octubre, respectivamente.

Las consultas bajo el Artículo IV del Convenio Constitutivo del FMI son una práctica de supervisión y evaluación que realiza dicho organismo con cada uno de sus países miembros.⁵⁰ En noviembre de 2015, el FMI dio a conocer los resultados de su consulta más reciente para México.⁵¹ En su evaluación de la economía mexicana, el Directorio Ejecutivo del FMI destacó el progreso

⁴⁶ El CMFI es el principal órgano asesor de la Junta de Gobernadores del FMI que delibera sobre las principales políticas que deberá seguir la Institución. En la práctica, el CMFI ha sido un instrumento clave para la orientación estratégica del FMI. El CMFI, conformado por ministros de finanzas y gobernadores de bancos centrales, cuenta con 24 miembros, reflejando la composición del Directorio Ejecutivo del FMI. El CMFI funciona por consenso, incluyendo la selección de su Presidente. En las reuniones del CMFI participan, como observadores, varias instituciones internacionales.

⁴⁷ Véase [Comunicado de Prensa del FMI del 20 de febrero de 2015](#).

⁴⁸ Véase [Communiqué de la Trigésimo Primera Reunión del CMFI del 18 de abril de 2015](#).

⁴⁹ Véase [Communiqué de la Trigésimo Segunda Reunión del CMFI del 9 de octubre de 2015](#).

⁵⁰ Para realizar las consultas, una misión del FMI visita al país, recopila y analiza su información económica y financiera, y se reúne con las autoridades competentes para comentar la situación económica, sus perspectivas y las medidas de política económica que se están implementando. Con base en estas consultas, el personal técnico del FMI elabora un informe sobre el país y lo presenta a discusión en el Directorio Ejecutivo del FMI. Posteriormente, comunica a las autoridades nacionales sus conclusiones y recomendaciones.

⁵¹ Véase [Comunicado de Prensa del 17 de noviembre de 2015](#).

alcanzado en la implementación de las reformas estructurales aprobadas recientemente, lo que ha derivado en una mayor inversión, especialmente en empresas dedicadas a las telecomunicaciones y energía; una ampliación del crédito bancario y una mejor protección a los usuarios de los servicios financieros; precios menores de los servicios de telecomunicaciones; y menores alzas en los precios de los energéticos. A esto se añade un papel más activo de la banca de desarrollo. De acuerdo a estimaciones del FMI, el avance alcanzado en la implementación de las reformas estructurales contribuirá a un mayor PIB potencial de nuestro país en el mediano plazo. Por otra parte, el FMI resaltó la credibilidad y fortaleza del marco de políticas macroeconómicas en México, al destacar que la política monetaria es apropiada y ha contribuido a que la inflación se haya mantenido por debajo de su objetivo permanente de 3 por ciento a tasa anual, a que las expectativas de inflación se mantengan ancladas y a que las presiones inflacionarias se encuentren contenidas, a pesar de la depreciación del peso frente al dólar de los Estados Unidos de América. Asimismo, el organismo reconoció el compromiso de las autoridades mexicanas de implementar una consolidación fiscal gradual con el fin de fortalecer las finanzas públicas y reforzar la confianza de los inversionistas en el país. A lo anterior, se suma la aprobación de la propuesta para liberalizar los precios de las gasolineras, los cuales comenzarán a fluctuar dentro de bandas en 2016 y 2017, de manera previa a su completa liberalización en 2018. Además, el FMI subrayó que el marco de responsabilidad fiscal propuesto para los gobiernos estatales y locales se encuentra en línea con las mejores prácticas internacionales. Por otra parte, el Directorio Ejecutivo subrayó que el sistema financiero mexicano, incluyendo bancos y a otros intermediarios financieros, permanece sólido, registra elevados niveles de liquidez y capitalización y cumple con los requerimientos de Basilea III. Finalmente, el FMI reconoció que la posición externa de México es sólida y consistente con los fundamentos de su economía, al tiempo que prevalece una postura adecuada en la implementación de sus políticas macroeconómicas. En particular, destacó que la existencia de una política de tipo de cambio flexible ha desempeñado un papel clave como amortiguador de los ajustes de la economía ante choques provenientes del exterior.

El Directorio Ejecutivo del FMI concluyó en noviembre de 2015 la revisión anual de la Línea de Crédito de Flexible contratada por México,⁵² a través de la cual se confirmó nuevamente el cumplimiento de los criterios de calificación para acceder a dicho instrumento crediticio.⁵³ Esta línea de crédito se otorga únicamente a países que se distinguen por mantener un marco de políticas sólidas de manera continua, las cuales generan y transmiten certidumbre a los mercados financieros internacionales. Como resultado de esta revisión anual, el Directorio Ejecutivo concluyó que la posición externa de México es sostenible, ya que se prevé un déficit de cuenta corriente moderado en el mediano plazo y un nivel de deuda externa bajo y resistente a choques negativos provenientes del exterior. Asimismo, la revisión concluyó que las

⁵² Véase [Comunicado de Prensa de la Comisión de Cambios del 24 de noviembre de 2015](#).

⁵³ Con un periodo de vigencia de dos años, hasta noviembre de 2016, y un monto de acceso que equivale aproximadamente a 66 mil millones de dólares al cierre del primer trimestre de 2016 (531 por ciento de la cuota actual de México en el FMI).

reservas internacionales se encuentra en niveles adecuados y que México mantiene un acceso ininterrumpido a los mercados de capitales internacionales en condiciones favorables, destacando que el país es una de las economías emergentes con mayores calificaciones crediticias. Todo esto se dio en un ambiente de inflación baja y estable, por debajo del objetivo permanente del Banco de México, y de expectativas de inflación firmemente ancladas. Asimismo, el FMI ratificó que el país registra una posición sostenible de deuda pública y finanzas públicas sanas. A esto, se ha aunado la existencia de un sector financiero sano y libre de problemas de solvencia que puedan poner en riesgo la estabilidad sistémica, lo cual confirma que el sistema bancario, en lo particular, presenta niveles de capital y liquidez adecuados. Finalmente, en la revisión se expresa un reconocimiento a la calidad institucional en México.

Banco de Pagos Internacionales

El Banco de Pagos Internacionales (BIS, por sus siglas en inglés) tiene como misión principal apoyar los esfuerzos de los bancos centrales en favor de la estabilidad monetaria y financiera, promover la cooperación internacional en esos ámbitos y prestarles servicios bancarios. El BIS fomenta el debate y la colaboración entre las autoridades monetarias a través de reuniones bimestrales y otros foros de consultas periódicos, en los cuales los gobernadores y funcionarios de bancos centrales analizan los principales acontecimientos económicos y las perspectivas, tanto para la economía mundial como para los mercados financieros internacionales, y aprovechan para intercambiar opiniones y experiencias sobre asuntos de su particular interés.

El Banco de México se incorporó al BIS en 1996 y desde entonces ha participado de manera activa en sus reuniones, foros y comités, así como en varios de sus órganos de gobierno.

Durante 2015, destaca, la participación del Gobernador del Banco de México, como presidente (mandato que tiene desde 1 de julio de 2013) de las reuniones del Comité Económico Consultivo (ECC, por sus siglas en inglés) y del Grupo sobre la Economía Mundial (GEM, por sus siglas en inglés). En su calidad de presidente de estos foros de consulta, el Gobernador coordinó la selección de temas de discusión y su agenda de trabajo. En dichas reuniones se da seguimiento y se evalúa la evolución y riesgos que enfrentan la economía global y el sistema financiero internacional. De manera particular, en el GEM se orienta la labor y se reciben informes de tres de los comités de bancos centrales con sede en Basilea que trabajan a favor del diseño e implementación de normas de regulación y supervisión y de la estabilidad en el ámbito financiero.⁵⁴ En el transcurso de 2015, en estas reuniones se discutieron, entre otros temas, los siguientes: el impacto e implicaciones del fuerte descenso en los precios del petróleo; las respuestas de los bancos centrales ante

⁵⁴ El Comité sobre el Sistema Financiero Global (CGFS, por sus siglas en inglés), el Comité de Pagos e Infraestructuras del Mercado (CPMI, por sus siglas en inglés) y el Comité de Análisis de los Mercados (MC, por sus siglas en inglés).

fluctuaciones severas en los precios de las materias primas y los tipos de cambio; las tendencias recientes en el comportamiento de la inflación y de las expectativas inflacionarias y la respuesta de la política monetaria a las mismas; las implicaciones de cambios grandes y rápidos en el entorno externo para la política monetaria; la mezcla apropiada de políticas (monetaria, fiscal y de reformas estructurales) ante la coyuntura actual; la evolución de la tasa natural de interés desde la crisis financiera reciente; y el efecto de las pronunciadas variaciones de los tipos de cambio en las condiciones macroeconómicas y sus implicaciones de política.

El Gobernador del Banco de México también participó de manera activa en las labores del Consejo de Administración del BIS (del cual es miembro desde 2011), órgano que se encarga, entre otros asuntos, de establecer la dirección estratégica y de política de este organismo internacional, de supervisar sus operaciones y gobernanza, y de nombrar a sus principales funcionarios y supervisar su desempeño. De manera particular, participó en las actividades del Comité Bancario y de Gestión de Riesgos, uno de los comités consultivos del Consejo de Administración, que se encarga de analizar y evaluar los objetivos financieros del BIS, el modelo de negocio de sus operaciones bancarias y su marco de gestión de riesgos.

También, se participó en la reunión de Gobernadores de Bancos Centrales y Autoridades de Supervisión (GHOS, por sus siglas en inglés), donde se analizan las iniciativas orientadas a la promoción de un sistema financiero internacional sano y los progresos en la agenda de reformas regulatorias y de supervisión en favor de la estabilidad financiera mundial. En esta reunión, además, se establecen los lineamientos y prioridades del programa de trabajo del Comité de Supervisión Bancaria de Basilea.

Asimismo, el Banco de México intervino en las actividades de otros foros periódicos de consulta organizados por el BIS, en los cuales se discuten temas específicos o que tienen un impacto particular sobre cierto grupo de economías o regiones. Entre estas reuniones destacan las siguientes: 1) reuniones del Grupo sobre el Buen Gobierno de los Bancos Centrales, que tienen como objetivo el intercambio de información e investigación sobre el diseño y funcionamiento de los bancos centrales como instituciones públicas y donde se establecen criterios y prioridades en materia de gobernanza para las autoridades monetarias; 2) reuniones de las Principales Economías de Mercado Emergentes, en las que se analiza el impacto del entorno internacional sobre los mercados emergentes y las medidas adoptadas por estos; y 3) las reuniones del Consejo Consultivo para las Américas (CCA), en las que se busca fortalecer la agenda de investigación del BIS con los bancos centrales de la región, en particular con los de América Latina, con el fin de tomar en consideración aquellos temas que son de su particular interés y preocupación.

Durante 2015, el Banco de México y la Oficina del BIS para las Américas, con sede en la Ciudad de México, colaboraron de manera estrecha en la organización e implementación de proyectos de interés común. Destaca de manera especial la organización conjunta entre ambas instituciones de la Reunión del CCA y de la Mesa Redonda de Gobernadores del CCA con

directivos de las principales instituciones financieras con actividades en América Latina, eventos que se realizaron en la ciudad de Cancún, Quintana Roo, México, el 30 de mayo de 2015. En la reunión del CCA se analizaron los reportes sobre los trabajos consultivos realizados por los Directores de Estabilidad Financiera y de Operaciones de sus bancos centrales miembros, así como las actividades cooperativas y de investigación que han llevado a cabo. En la Mesa Redonda, la discusión se centró en las implicaciones e impacto para el sector financiero en América Latina de políticas monetarias divergentes, de una desaceleración del crecimiento mundial y de las reformas recientes en la regulación y supervisión financieras.

Consejo de Estabilidad Financiera

El Consejo de Estabilidad Financiera (FSB, por sus siglas en inglés) tiene como objetivo principal coordinar las actividades de las autoridades de supervisión nacionales y de los organismos a cargo del diseño de la regulación mundial y del desarrollo y promoción de la implementación de políticas de regulación y supervisión financieras eficientes en aras de la estabilidad financiera global.

Durante 2015, el Banco de México participó activamente en las reuniones plenarias y del Comité Consultivo del FSB, donde se discutieron, entre otros temas, el impacto de la situación económica en Grecia, las vulnerabilidades que afectan al sistema financiero global y las acciones que necesitan adoptarse para hacerles frente, la actualización de los Ejercicios de Alerta Temprana (EWE, por sus siglas en inglés), los riesgos asociados con la liquidez de mercado en los mercados de renta fija y en las actividades de gestión de activos, la regulación del sistema bancario paralelo, la situación de los mercados de derivados extrabursátiles (OTC, por sus siglas en inglés) y los reportes sobre la implementación y efectos de las reformas recientes en la regulación y supervisión financieras preparados para el G20.

Se participó también en las reuniones del Grupo Consultivo Regional para el Continente Americano, foro donde se reúnen miembros del FSB de las Américas e instituciones de jurisdicciones que no son miembros, con el objetivo de analizar las vulnerabilidades que afectan a los sistemas financieros de la región, así como las iniciativas de estabilidad financiera del FSB y de las jurisdicciones integrantes.

Durante 2015, destaca de manera especial la organización conjunta entre el Banco de México y el FSB de la octava Reunión del Grupo Consultivo para las Américas del FSB, evento que se realizó en la ciudad de Cancún, Quintana Roo, México, el 28 de mayo de 2015. En este evento, la discusión se enfocó, entre otros temas, en la evaluación de los riesgos y vulnerabilidades que enfrentan los sistemas financieros de la región; en los progresos en el programa de trabajo del FSB y en sus prioridades de política ante los cambios en el entorno internacional; y en la conclusión del diseño de las reformas posteriores a la crisis aún pendientes.

Grupo de los Veinte (G20)

El G20 es el principal foro de diálogo y cooperación internacional para contribuir al crecimiento y a la estabilidad económica y financiera. En él participan países avanzados y emergentes que en su conjunto representan cerca del 90 por ciento del PIB mundial, 80 por ciento del comercio global y dos tercios de la población total. En este foro se discuten los temas económicos y financieros más relevantes en la agenda mundial con el fin de promover un crecimiento fuerte, sostenido y balanceado. Asimismo, este foro busca promover un diálogo abierto y constructivo sobre temas de relevancia vinculados con el sistema monetario y financiero internacional y, en el proceso, ayudar al fortalecimiento de la arquitectura financiera internacional.

Durante 2015, la presidencia del G20 estuvo a cargo de Turquía, cuyo programa de trabajo estuvo orientado al diseño de estrategias para asegurar un crecimiento económico robusto e incluyente (que todos los sectores de la sociedad compartan los beneficios del crecimiento y la prosperidad) a través de acciones colectivas de parte de sus miembros (implementación de los compromisos asumidos), enfatizando en las estrategias de inversión como un impulsor del crecimiento. La presidencia de Turquía del G20 concluyó con la Cumbre de Líderes que tuvo lugar el 15 y 16 de noviembre en Adalia, Turquía.

Para atender los compromisos de México ante el G20, tanto la Secretaría de Hacienda y Crédito Público como el Banco de México, participaron activamente en las actividades de los grupos de trabajo creados con fines específicos: Marco para un Crecimiento Fuerte, Sostenible y Balanceado (FWG, por sus siglas en inglés) e Inversión en Infraestructura (IIWG, por sus siglas en inglés) (así como en los seminarios y conferencias organizados por estos), y en las reuniones de Ministros de Finanzas y Gobernadores de Bancos Centrales y de sus Alternos.

Centro de Estudios Monetarios Latinoamericanos (CEMLA)

El CEMLA se constituyó formalmente en septiembre de 1952, siendo el Banco de México uno de los siete bancos centrales fundadores y de los principales impulsores de su creación. En la actualidad, el Centro cuenta con 53 miembros, de los cuales 30 son Asociados (con derecho a voz y voto) y 23 Colaboradores (con derecho sólo a voz).

Los principales objetivos del CEMLA son: 1) promover una mejor comprensión de las materias monetarias y bancarias en América Latina y el Caribe, así como los aspectos pertinentes a las políticas fiscal y cambiaria; 2) ayudar con el mejoramiento de la capacitación del personal de bancos centrales y otros órganos financieros en América Latina y el Caribe mediante la organización de seminarios y cursos especiales de adiestramiento, así como con la publicación de estudios de investigación; 3) dirigir investigaciones y sistematizar los resultados obtenidos en los campos mencionados; y 4) proveer de información a los miembros acerca de hechos de interés internacional y regional en los ámbitos de las políticas monetaria y financiera.

En su calidad de Asociado de este Centro, el Banco de México participó en las diversas reuniones de gobernadores y de su Asamblea celebradas en 2015. Además, este Instituto Central es miembro permanente de la Junta de Gobierno y de los Comités de Alternos y de Auditoría del CEMLA, órganos de gobierno en los que se aprueba, entre otras cosas, su plan estratégico, programa de trabajo, presupuesto y lineamientos para mejorar su gobernanza. En este sentido, cabe señalar que en marzo de 2015, el Banco de México, a través del titular de la Dirección de Asuntos Internacionales, asumió la Presidencia del Comité de Auditoría del CEMLA y que fungió como anfitrión de la reunión de otoño de este Comité, la cual se celebró el 24 de agosto de 2015 en la Ciudad de México.

En apoyo a las labores de capacitación del CEMLA y para fortalecer su capital humano, el personal del Banco de México participó activamente durante 2015 en los diversos seminarios, talleres, cursos y reuniones técnicas ofrecidos por este Centro, algunos de los cuales, incluso, fueron organizados por este Instituto Central.

Cabe destacar la organización conjunta entre el Banco de México y el CEMLA de la XCIX Reunión de Gobernadores de Bancos Centrales, Junta de Gobierno y Asamblea del CEMLA, eventos que se realizaron en la ciudad de Cancún, Quintana Roo, México, del 28 al 30 de mayo de 2015. Mientras la reunión de la Junta de Gobierno y Asamblea se enfocó en asuntos administrativos, operativos y de buen gobierno del CEMLA, la reunión de Gobernadores se concentró en la discusión, entre otros temas, de los siguientes: perspectivas económicas y financieras internacionales; fortalezas y retos macroeconómicos de América Latina y el Caribe; el programa de trabajo del G20; retos para la política monetaria relacionados con la tendencia reciente en los precios de las materias primas; fortalecimiento de la estabilidad financiera a través de un enfoque macroprudencial e implicaciones para la política monetaria; y la visión de la banca privada internacional sobre la situación económica y financiera en América Latina y el Caribe.

Apéndice Estadístico

Índice

Información Básica.....	281
Cuadro A 1 Resumen de Indicadores Selectos.....	281
Cuadro A 2 Indicadores Sociales y Demográficos	282
Cuadro A 3 Infraestructura	283
Cuadro A 4 Estructura del Sistema Financiero	284
Producción y Empleo	285
Cuadro A 5 Principales Indicadores de la Producción	285
Cuadro A 6 Producto Interno Bruto	285
Cuadro A 7 Oferta y Demanda Agregadas.....	285
Cuadro A 8 Oferta y Demanda Agregadas.....	286
Cuadro A 9 Ahorro Interno e Inversión	286
Cuadro A 10 Producto Interno Bruto por Sector.....	287
Cuadro A 11 Industria Manufacturera.....	287
Cuadro A 12 Producción de Petróleo Crudo, Gas y Reservas de Petróleo	288
Cuadro A 13 Empleo: Puestos de Trabajo Afiliados al IMSS.....	289
Cuadro A 14 Indicadores de Ocupación y Desocupación	290
Cuadro A 15 Tipo de Cambio Real	291
Precios, Salarios y Productividad.....	292
Cuadro A 16 Principales Indicadores de Precios	292
Cuadro A 17 Índice Nacional de Precios al Consumidor (INPC)	293
Cuadro A 18 Índice Nacional de Precios al Consumidor por Tipo de Bien	294
Cuadro A 19 Inflación: INPC, Subyacente y Subíndices Complementarios	295
Cuadro A 20 Índice Nacional de Precios Productor, sin Petróleo	296
Cuadro A 21 Índice Nacional de Precios Productor, sin Petróleo	297
Cuadro A 22 Índice Nacional de Precios Productor, sin Petróleo	297
Cuadro A 23 Índice Nacional del Costo de Construcción.....	298
Cuadro A 24 Salarios Contractuales	299
Cuadro A 25 Remuneraciones Nominales y Producto por Trabajador (ENOE).....	300
Cuadro A 26 Salario Mínimo.....	301
Indicadores Monetarios y Financieros	302
Cuadro A 27 Principales Indicadores Monetarios y Financieros.....	302
Cuadro A 28 Agregados Monetarios	303
Cuadro A 29 Base Monetaria	304
Cuadro A 30 Agregados Monetarios M1, M2, M3 y M4	305
Cuadro A 31 Resultados de la Encuesta de Evaluación Coyuntural del Mercado Crediticio	306
Cuadro A 32 Resultados de la Encuesta de Evaluación Coyuntural del Mercado Crediticio	307
Cuadro A 33 Financiamiento Total al Sector Privado No Financiero	308
Cuadro A 34 Matriz de Flujo de Fondos del Sistema Financiero Institucional para Enero - Diciembre de 2015.....	309
Cuadro A 35 Subasta de Regulación Monetaria (BONDES D).....	310
Cuadro A 36 Tasas de Interés Representativas.....	313
Cuadro A 37 Tasas de Interés Representativas.....	315
Cuadro A 38 Tipos de Cambio Representativos	316
Cuadro A 39 Valor de las Acciones en Circulación en la Bolsa Mexicana de Valores	317
Cuadro A 40 Índice de Precios y Cotizaciones de la Bolsa Mexicana de Valores.....	318

Finanzas Públicas.....	319
Cuadro A 41 Principales Indicadores de Finanzas Públicas: 2010-2015.....	319
Cuadro A 42 Ingresos, Gastos y Balances del Sector Público en 2014 y 2015	320
Cuadro A 43 Ingresos, Gastos y Balances del Sector Público: 2010-2015	321
Cuadro A 44 Ingresos del Sector Público Presupuestario: 2010-2015	322
Cuadro A 45 Gastos del Sector Público Presupuestario: 2010-2015	323
Cuadro A 46 Deuda Neta del Sector Público	324
Cuadro A 47 Deuda Neta del Sector Público	325
Cuadro A 48 Deuda Neta del Sector Público No Financiero.....	326
Cuadro A 49 Deuda Total del Sector Público	327
Cuadro A 50 Deuda Total del Sector Público Consolidada con Banco de México	327
Cuadro A 51 Deuda Interna del Sector Público a través de Valores Gubernamentales.....	328
Cuadro A 52 Deuda Interna del Sector Público a través de Valores Gubernamentales.....	329
Sector Externo	330
Cuadro A 53 Principales Indicadores del Sector Externo.....	330
Cuadro A 54 Balanza de Pagos	331
Cuadro A 55 Balanza de Pagos	332
Cuadro A 56 Cuenta Corriente	332
Cuadro A 57 Comercio Exterior.....	333
Cuadro A 58 Exportaciones por Sector de Origen	334
Cuadro A 59 Importaciones por Sector de Origen	334
Cuadro A 60 Comercio Exterior por Países.....	335
Cuadro A 61 Principales Productos de Comercio Exterior.....	336
Cuadro A 62 Viajeros Internacionales	337
Cuadro A 63 Ingresos del Exterior por Remesas Familiares	338
Cuadro A 64 Ingresos del Exterior por Remesas Familiares	339
Cuadro A 65 Inversión Extranjera en Valores Gubernamentales	340
Cuadro A 66 Posición de Deuda Externa Bruta	341

Información Básica

Cuadro A 1
Resumen de Indicadores Selectos

	2011	2012	2013	2014	2015 ^{p/}
Indicadores Sociales y Demográficos					
Población (millones) ^{1/}	115.7	117.1	118.4	119.7	121.0
Tasa de Crecimiento Poblacional Total ^{1/}	1.2	1.2	1.1	1.1	1.1
Esperanza de Vida al Nacer ^{1/}	74.1	74.3	74.5	74.7	75.0
Producción y Precios					
Producto Interno Bruto (PIB) en mmp ^{b/}	14,550	15,627	16,116	17,252	18,136
Variación Anual en Por ciento					
PIB a Precios Constantes de 2008 ^{p/}	4.0	4.0	1.3	2.3	2.5
Índice Nacional de Precios al Consumidor (dic.-dic.)	3.82	3.57	3.97	4.08	2.13
Moneda y Finanzas					
Agregados Monetarios ^{2/} Variación Real Anual en Por ciento					
Base Monetaria	5.9	9.4	2.4	9.1	16.9
M1	10.9	9.4	4.4	9.9	15.0
M4	10.0	12.1	7.5	6.6	6.5
Ahorro Financiero Interno ^{3/}	10.3	12.2	7.8	6.3	5.8
Tasas de Interés ^{4/}					
Cetes 28 Días	4.24	4.24	3.75	3.00	2.98
TIIE 28 Días	4.82	4.79	4.28	3.52	3.32
Pesos por Dólar					
Tipo de Cambio (fin de periodo) ^{5/}	13.9904	13.0101	13.0765	14.7180	17.2065
Finanzas Públicas					
Por ciento del PIB					
Balance Público ^{6/}	-2.4	-2.6	-2.3	-3.1	-3.5
Balance Primario ^{6/}	-0.6	-0.6	-0.4	-1.1	-1.2
RFSP	-3.4	-3.8	-3.7	-4.6	-4.1
Deuda Pública Neta ^{7/}	29.0	31.6	32.2	36.4	39.8
Sector Externo					
Por ciento del PIB					
Balanza Comercial	-0.1	0.0	-0.1	-0.2	-1.3
Cuenta Corriente	-1.1	-1.4	-2.4	-1.9	-2.8
Cuenta Financiera	4.5	4.6	5.4	4.5	3.0
Deuda Externa Total	21.1	22.1	24.3	26.0	30.4
Pagos de Intereses	1.5	1.7	1.9	2.0	2.3
Miles de Millones de Dólares					
Reservas Internacionales Brutas (fin de periodo) ^{8/}	149.2	167.1	180.2	195.7	177.6

1/ Indicadores demográficos básicos 1990-2010 y Proyecciones de la población de México 2010-2050, Consejo Nacional de Población (CONAPO).

2/ Calculada con base en el promedio de saldos mensuales.

3/ Se define como el agregado monetario M4 menos los billetes y monedas en poder del público.

4/ Promedio del periodo.

5/ Usado para solventar obligaciones en moneda extranjera.

6/ Con base en la metodología ingreso-gasto.

7/ Se refiere a la deuda económica amplia, la cual comprende los pasivos netos del Gobierno Federal, del sector paraestatal y de los intermediarios financieros oficiales (banca de desarrollo y fideicomisos de fomento). Saldo al fin del periodo. Medición del Banco de México.

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

p/ Cifras preliminares.

Fuente: CONAPO, Sistema de Cuentas Nacionales de México, INEGI, Banco de México, Bolsa Mexicana de Valores y SHCP.

Cuadro A 2
Indicadores Sociales y Demográficos

	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Población (millones) ^{1/}	111.3	112.9	114.3	115.7	117.1	118.4	119.7	121.0
Población Urbana ^{2/}	n.d.	n.d.	76.2	76.1	76.1	76.0	76.1	76.2
Población Rural ^{2/}	n.d.	n.d.	23.8	23.9	23.9	24.0	23.9	23.8
Población por Km ²	56.7	57.4	58.2	58.9	59.6	60.3	61.1	61.8
Tasa de Crecimiento Poblacional Total ^{3/}	1.3	1.3	1.3	1.2	1.2	1.1	1.1	1.1
Tasa de Desocupación Nacional ^{4/}	3.9	5.3	5.3	5.2	4.9	4.9	4.8	4.3
Tasa de Desocupación Urbana ^{5/}	4.8	6.6	6.4	5.9	5.8	5.7	5.9	5.1
Esperanza de Vida al Nacer (años)	74.0	74.0	74.0	74.1	74.3	74.5	74.7	75.0
Tasa de Fecundidad ^{6/}	2.3	2.3	2.3	2.3	2.2	2.2	2.2	2.2
Tasa de Mortalidad (por miles)	4.8	5.0	5.2	5.1	5.1	5.2	5.2	5.3
Tasa de Mortalidad Infantil (por cada mil nacidos vivos)	15.1	14.6	14.1	13.7	13.3	13.0	12.7	12.4
Número de Camas en Hospitales (por cada 100,000 habitantes) ^{7/}	71.2	70.5	74.1	74.0	73.2	73.9	74.5	74.2
Tasa de Analfabetismo de la Población de 15 Años o más ^{8/}	7.3	7.0	6.9	6.5	6.2	6.0	5.7	5.2
Estudiantes por Maestro (primaria) ^{8/}	26.0	26.1	26.1	26.0	25.7	25.4	25.0	24.9
Población con Acceso a Agua Potable ^{2/}	90.3	90.7	91.2	91.6	92.0	92.3	92.7	93.0

1/ Indicadores demográficos básicos 1990-2010 y Proyecciones de la población de México 2010-2050, Consejo Nacional de Población (CONAPO).

2/ Como porcentaje de la población. La estimación de la población por ámbito de residencia es con base a las proyecciones de población por tamaño de localidad 2010-2030.

Para años anteriores a 2010 no se dispone de información.

3/ Es la tasa media anual de crecimiento una vez considerado el saldo neto migratorio.

4/ Muestra la proporción de personas desocupadas con respecto a la población económicamente activa (PEA). La población desocupada se refiere a las personas que no estando ocupadas en la semana de referencia, buscaron activamente incorporarse a alguna actividad económica en algún momento del último mes transcurrido.

Cifras ajustadas a las proyecciones demográficas de CONAPO. Las cifras corresponden al universo de las personas de 15 años de edad en adelante.

5/ Tasa de desocupación en el agregado de 32 ciudades. Las cifras corresponden al universo de las personas de 15 años de edad en adelante.

6/ Al final de la vida reproductiva de las mujeres.

7/ Solo incluye información del sector público. Cifras estimadas en 2015.

8/ Cifras estimadas en 2015.

n.d. No disponible.

Fuente: Tercer Informe de Gobierno 2015, Presidencia de la República; CONAPO, y Encuesta Nacional de Ocupación y Empleo, INEGI.

Cuadro A 3
Infraestructura

	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Red nacional de Carreteras ^{1/2/}								
Carreteras (km)	364,612	366,807	371,936	374,262	377,660	378,922	389,345	389,345
Carreteras Federales de Cuota (km)	8,064	8,335	8,397	8,459	8,900	9,174	9,457	9,457
Carreteras Federales Libres (km)	40,563	40,509	40,575	40,643	40,752	40,812	40,783	40,783
Carreteras Pavimentadas (km) ^{3/}	131,245	136,157	138,404	141,361	146,221	148,329	155,239	155,239
Transporte Ferroviario ^{2/}								
Longitud Total de la Red (km)	26,704	26,709	26,715	26,727	26,727	26,727	26,727	26,727
Pasajeros Transportados (millones de pasajeros-km) ^{4/}	178	449	844	891	970	1,036	1,150	1,202
Carga Comercial Transportada (millones de toneladas-km) ^{5/}	74,582	69,185	78,770	79,728	79,353	77,717	80,683	81,515
Transportación Aérea ^{2/}								
Aeropuertos Internacionales (número)	60	61	64	64	64	64	63	63
Pasajeros (miles)	53,300	46,971	48,698	50,764	55,153	60,007	65,135	68,358
Carga Transportada (miles de toneladas)	525	466	571	562	559	582	618	629
Transportación Marítima ^{2/}								
Número de Puertos (marítimos y fluviales)	114	116	116	117	117	117	117	117
Movimiento de Carga de Altura y Cabotaje (miles de toneladas)	265,237	241,923	272,811	282,902	283,462	288,696	286,134	292,469
Comunicaciones ^{2/}								
Telefonía (miles de líneas en servicio)	20,491	19,506	19,919	19,731	19,791	19,881	20,103	20,799
Telefonía Celular (miles de subscriptores)	75,323	83,219	91,384	94,583	100,727	103,762	102,188	102,000
Servicio Telegráfico (número de oficinas)	1,591	1,582	1,588	1,592	1,615	1,620	1,677	1,684
Servicio Postal (poblaciones atendidas)	17,724	16,536	16,966	17,080	16,903	17,021	16,971	16,990
Estaciones de Radio ^{6/}	1,469	1,501	1,472	1,485	2,147	2,263	1,745	1,733
Estaciones de Televisión ^{6/}	702	691	688	693	1,044	1,037	1,071	1,119
Oferta Hotelera (número de cuartos) ^{7/}	604,051	623,555	638,494	651,160	660,546	627,296	692,351	701,735
Energía								
Generación Bruta de Energía Eléctrica (gigawatts-hora) ^{8/}	267,696	266,564	274,701	290,755	294,637	296,342	301,467	174,294
Reservas de Hidrocarburos (millones de barriles) ^{9/}	43,563	43,075	43,074	43,837	44,530	42,158	37,400	n.d.

1/ Se refiere al Inventario Nacional de la Red Carretera de diciembre de cada año.

2/ Cifras preliminares en 2014 y estimadas para 2015.

3/ Para 2013, no incluye los tramos carreteros construidos y/o modernizados que están en proceso de terminación y entrega-recepción.

4/ A partir de junio de 2008, las cifras son integradas con los servicios interurbano y suburbano.

5/ No incluye equipaje, ni express.

6/ Incluye difusión, concesiones y licencias.

7/ Cifras al mes de diciembre de cada año, excepto en 2015 son cifras preliminares al mes de junio.

8/ Incluye CFE, LFC y productores externos de energía. Cifras a julio de 2015.

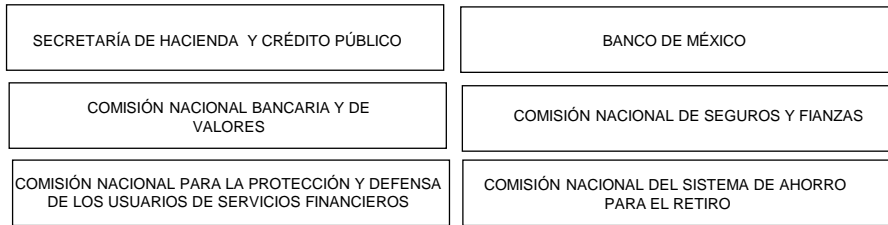
9/ Al 31 de diciembre de cada año.

n.d. No disponible.

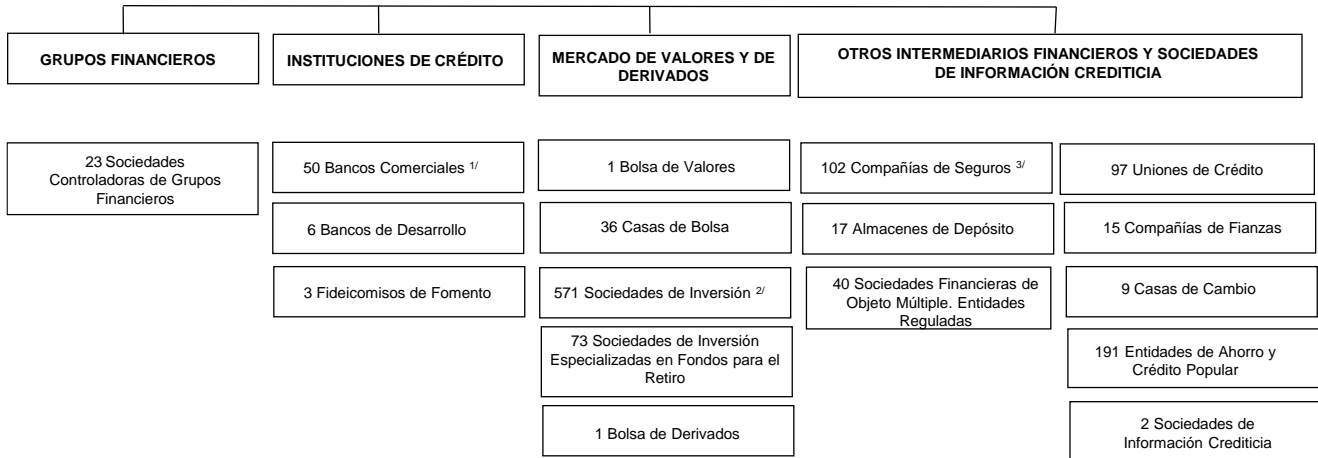
Fuente: Tercer Informe de Gobierno 2015, Presidencia de la República y PEMEX.

Cuadro A 4 Estructura del Sistema Financiero

AUTORIDADES REGULADORAS



INSTITUCIONES FINANCIERAS



1/El número de entidades financieras se refiere a las que se encontraban autorizadas a diciembre 2015.

2/ Incluye sociedades de inversión de renta variable (comunes), de instrumentos de deuda (personas físicas y morales) y de inversión de capitales.

3/ Incluye compañías de seguros, instituciones de pensiones, compañías de seguros especializadas en salud, de crédito a la vivienda y de garantía financiera. Información a diciembre de 2015.

Fuente: Banco de México.

Producción y Empleo

Cuadro A 5
Principales Indicadores de la Producción
 A precios de 2008

Variaciones anuales en por ciento

	2011	2012	2013	2014	2015 ^{p/}
Producto Interno Bruto	4.0	4.0	1.3	2.3	2.5
Consumo Privado	4.8	4.9	2.2	1.8	3.2
Consumo Público	2.4	3.5	1.0	2.4	2.3
Inversión Privada	12.1	9.0	-1.6	4.9	6.3
Inversión Pública	-4.1	-9.0	-1.3	-4.7	-6.8
Exportaciones de Bienes y Servicios	8.2	5.8	2.3	7.0	9.0
Importaciones de Bienes y Servicios	8.0	5.5	2.6	6.0	5.0

p/ Cifras preliminares.

Fuente: Sistema de Cuentas Nacionales de México, INEGI.

Cuadro A 6
Producto Interno Bruto

	Millones de Pesos a		Tipo de Cambio ^{1/}	Millones de Dólares
	Precios Corrientes			
2010	13,282,061.0		12.6360	1,051,127.9
2011	14,550,013.9		12.4233	1,171,185.2
2012	15,626,906.6		13.1695	1,186,602.1
2013	16,116,129.8		12.7720	1,261,833.7
2014	17,251,611.6		13.2925	1,297,850.4
2015 ^{p/}	18,135,706.4		15.8483	1,144,333.8

1/ Tipo de cambio utilizado para solventar obligaciones en moneda extranjera, promedio del periodo.

p/ Cifras preliminares.

Fuente: Sistema de Cuentas Nacionales de México, INEGI; Banco de México.

Cuadro A 7
Oferta y Demanda Agregadas
 A precios de 2008

	Variaciones Anuales en Por ciento					Por ciento del PIB	
	2011	2012	2013	2014	2015 ^{p/}	2008	2015 ^{p/}
Oferta Agregada	5.0	4.4	1.6	3.2	3.2	130.2	133.8
PIB	4.0	4.0	1.3	2.3	2.5	100.0	100.0
Importaciones	8.0	5.5	2.6	6.0	5.0	30.2	33.8
Demanda Agregada	5.0	4.4	1.6	3.2	3.2	130.2	133.8
Consumo Total	4.5	4.7	2.0	1.9	3.0	77.8	78.7
Privado	4.8	4.9	2.2	1.8	3.2	66.9	67.7
Público	2.4	3.5	1.0	2.4	2.3	10.9	11.0
Inversión Total	7.8	4.8	-1.6	2.9	3.8	23.1	21.9
Privada	12.1	9.0	-1.6	4.9	6.3	17.5	18.1
Pública	-4.1	-9.0	-1.3	-4.7	-6.8	5.6	3.7
Exportaciones	8.2	5.8	2.3	7.0	9.0	27.9	35.2

p/ Cifras preliminares.

Fuente: Sistema de Cuentas Nacionales de México, INEGI.

Cuadro A 8
Oferta y Demanda Agregadas

Variaciones anuales en por ciento con respecto al mismo periodo del año anterior

	2012	2013	2014	2015 ^{p/}				Anual
				I	II	III	IV	
Oferta Agregada	4.4	1.6	3.2	3.5	3.1	3.6	2.4	3.2
PIB	4.0	1.3	2.3	2.5	2.3	2.8	2.5	2.5
Importaciones	5.5	2.6	6.0	6.7	5.4	6.2	2.2	5.0
Demanda Agregada	4.4	1.6	3.2	3.5	3.1	3.6	2.4	3.2
Consumo Total	4.7	2.0	1.9	3.0	3.0	2.8	3.3	3.0
Privado	4.9	2.2	1.8	3.0	3.0	3.0	3.5	3.2
Público	3.5	1.0	2.4	3.4	2.6	1.5	1.8	2.3
Inversión Total	4.8	-1.6	2.9	5.5	5.5	4.1	0.6	3.8
Privada	9.0	-1.6	4.9	7.4	7.0	7.6	3.5	6.3
Pública	-9.0	-1.3	-4.7	-2.8	-1.1	-10.5	-11.4	-6.8
Exportaciones	5.8	2.3	7.0	12.3	9.3	10.0	5.1	9.0

p/ Cifras preliminares.

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

Cuadro A 9
Ahorro Interno e Inversión

Por ciento del PIB a precios corrientes

Concepto	2010	2011	2012	2013	2014	2015 ^{p/}
Financ. de la Formación Bruta de Capital ^{1/}	22.0	22.2	23.0	21.7	21.5	22.7
Ahorro Externo ^{2/}	0.5	1.1	1.4	2.4	1.9	2.8
Ahorro Interno	21.6	21.1	21.7	19.3	19.6	19.9

1/ Incluye la Formación Bruta de Capital más la variación de existencias.

2/ Saldo de cuenta corriente de la balanza de pagos, medido en pesos corrientes y como proporción del PIB.

p/ Cifras preliminares.

Fuente: Elaboración de Banco de México con información del Sistema de Cuentas Nacionales de México, INEGI y Banco de México.

Cuadro A 10
Producto Interno Bruto por Sector
A precios de 2008

	Variaciones Anuales en Por ciento					Por ciento del PIB	
	2011	2012	2013	2014	2015 ^{p/}	2008	2015 ^{p/}
Total	4.0	4.0	1.3	2.3	2.5	100.0	100.0
Actividades Primarias	-2.3	7.4	0.9	4.3	3.1	3.2	3.1
Actividades Secundarias	3.4	2.9	-0.5	2.6	1.0	35.6	33.2
Minería	-0.4	0.9	-0.1	-1.5	-5.8	8.6	6.7
Electricidad, Agua y Suministro de Gas por Ductos al Consumidor Final	6.9	2.1	0.5	8.2	3.8	2.1	2.3
Construcción	4.1	2.5	-4.8	2.0	2.5	8.4	7.3
Industrias Manufactureras	4.6	4.1	1.1	3.9	2.9	16.5	16.8
Actividades Terciarias	4.7	4.5	2.4	1.9	3.3	58.6	61.0
Comercio	9.7	4.8	2.2	3.1	4.5	14.6	15.7
Transportes, Correos y Almacenamiento	4.0	4.1	2.4	3.4	3.4	5.7	5.9
Información en Medios Masivos	4.4	16.3	5.0	0.2	10.1	2.6	3.5
Servicios Financieros y de Seguros	7.1	7.7	10.4	-0.9	0.9	3.2	4.4
Servicios Inmobiliarios y de Alquiler de Bienes Muebles e Intangibles	2.9	2.5	1.0	2.0	2.3	11.8	11.9
Servicios Profesionales, Científicos y Técnicos	5.1	1.1	1.2	1.7	3.4	2.4	2.2
Dirección de Corporativos y Empresas	3.5	8.6	-1.8	7.2	2.1	0.6	0.6
Servicios de Apoyo a los Negocios y Manejo de Desechos y Servicios de Remediación	6.0	4.4	4.3	-0.2	1.0	3.3	3.1
Servicios Educativos	1.6	2.2	0.8	0.1	0.7	3.9	3.5
Servicios de Salud y de Asistencia Social	2.1	2.1	0.6	-0.6	1.3	2.0	1.9
Servicios de Esparcimiento Culturales y Deportivos, y Otros Servicios Recreativos	-0.7	2.9	3.4	-1.5	4.6	0.5	0.4
Servicios de Alojamiento Temporal y de Preparación de Alimentos y Bebidas	1.5	5.4	1.8	2.9	5.9	2.3	2.2
Otros Servicios excepto Actividades del Gobierno	1.9	3.3	2.1	1.6	2.4	2.1	2.0
Actividades del Gobierno	-1.4	3.7	-0.5	2.9	2.6	3.7	3.6

p/ Cifras preliminares.

Fuente: Sistema de Cuentas Nacionales de México, INEGI.

Cuadro A 11
Industria Manufacturera
A precios de 2008

	Variaciones Anuales en Por ciento				Por ciento del PIB	
	2012	2013	2014	2015 ^{p/}	2008	2015 ^{p/}
Total	4.1	1.1	3.9	2.9	16.5	16.8
Industria Alimentaria	2.6	1.0	0.5	1.6	3.7	3.5
Industria de las Bebidas y del Tabaco	2.6	-0.5	4.7	5.9	0.8	0.9
Fabricación de Insumos Textiles	3.1	-2.7	-3.1	2.1	0.1	0.1
Confección de Productos Textiles, excepto Prendas de Vestir	-0.1	3.5	6.3	10.1	0.1	0.1
Fabricación de Prendas de Vestir	-0.5	3.3	-3.0	7.3	0.5	0.4
Fabricación de Productos de Cuero, Piel y Materiales Sucedáneos, excepto Prendas de Vestir	3.5	-0.6	-1.7	2.2	0.1	0.1
Industria de la Madera	13.0	-2.2	1.1	3.1	0.2	0.2
Industria del Papel	4.8	2.1	3.1	3.2	0.3	0.3
Impresión e Industrias Conexas	-4.1	-6.9	-2.2	1.1	0.1	0.1
Fabricación de Productos Derivados del Petróleo y del Carbón	1.1	3.3	-4.4	-7.7	0.7	0.5
Industria Química	-0.3	0.8	-0.8	-1.0	2.2	1.8
Industria del Plástico y del Hule	9.0	-1.9	5.3	4.7	0.4	0.5
Fabricación de Productos a Base de Minerales No Metálicos	2.3	-3.1	2.0	5.2	0.9	0.8
Industrias Metálicas Básicas	3.8	0.4	8.8	-3.8	1.2	1.1
Fabricación de Productos Metálicos	3.9	-3.3	6.0	5.8	0.6	0.6
Fabricación de Maquinaria y Equipo	5.5	1.0	-0.6	-0.6	0.5	0.7
Medición y Otros Equipos, Componentes y Accesorios Electrónicos	0.5	3.8	10.6	6.9	0.7	0.8
Fabricación de Equipo de Generación Eléctrica y Aparatos y Accesorios Eléctricos	1.7	-2.0	8.5	6.0	0.5	0.5
Fabricación de Equipo de Transporte	13.9	5.6	12.1	7.0	2.1	3.2
Fabricación de Muebles y Productos Relacionados	2.8	-6.0	-1.8	7.9	0.2	0.2
Otras Industrias Manufactureras	0.4	0.0	6.4	3.9	0.4	0.4

p/ Cifras preliminares.

Fuente: Sistema de Cuentas Nacionales de México, INEGI.

Cuadro A 12
Producción de Petróleo Crudo, Gas y Reservas de Petróleo

Año	Petróleo Crudo		Gas Natural	Reservas Totales de
	(Millones de barriles)		(Millones de pies	Petróleo ^{1/}
	Total	Promedio Diario	cúbicos diarios)	(Miles de millones de
			Total	barriles)
				Total
2001	1,141.4	3.127	4,511	53.0
2002	1,159.6	3.177	4,423	50.0
2003	1,230.4	3.371	4,498	48.0
2004	1,238.1	3.383	4,573	46.9
2005	1,216.7	3.333	4,818	46.4
2006	1,188.3	3.256	5,356	45.4
2007	1,122.6	3.076	6,058	44.5
2008	1,021.7	2.792	6,919	43.6
2009	949.5	2.601	7,031	43.1
2010	940.6	2.577	7,020	43.1
2011	931.7	2.553	6,594	43.8
2012	932.5	2.548	6,385	44.5
2013	920.6	2.522	6,370	42.2
2014	886.5	2.429	6,532	37.4
2015 ^{p/}	827.4	2.267	6,401	n.d

1/ Cifras al 31 de diciembre.

p/ Cifras preliminares.

n.d. No disponible.

Fuente: Base de Datos Institucional (BDI) e Indicadores Petroleros, PEMEX.

Cuadro A 13
Empleo: Puestos de Trabajo Afiliados al IMSS ^{1/}
Miles

Año ^{2/}	Permanentes	Eventuales Urbanos	Total
2010	12,826	1,786	14,612
2011	13,267	1,936	15,202
2012	13,848	2,054	15,902
2013	14,250	2,105	16,356
2014	14,783	2,269	17,052
2015	15,381	2,304	17,685
2014 Ene	14,228	2,132	16,360
Feb	14,303	2,174	16,477
Mar	14,374	2,203	16,577
Abr	14,437	2,215	16,653
May	14,504	2,224	16,728
Jun	14,559	2,246	16,804
Jul	14,586	2,267	16,853
Ago	14,620	2,287	16,907
Sep	14,708	2,338	17,045
Oct	14,831	2,376	17,208
Nov	14,911	2,402	17,312
Dic	14,783	2,269	17,052
2015 Ene	14,794	2,303	17,097
Feb	14,885	2,336	17,221
Mar	14,969	2,360	17,328
Abr	15,024	2,373	17,397
May	15,062	2,369	17,431
Jun	15,146	2,393	17,539
Jul	15,188	2,403	17,591
Ago	15,250	2,402	17,651
Sep	15,344	2,417	17,761
Oct	15,461	2,443	17,904
Nov	15,548	2,458	18,006
Dic	15,381	2,304	17,685

1/ Puestos de trabajo permanentes y eventuales urbanos.

2/ Cifras al cierre del año.

Fuente: Instituto Mexicano del Seguro Social, IMSS.

Cuadro A 14
Indicadores de Ocupación y Desocupación ^{1/}
 Por ciento

Respecto a la Población Económicamente Activa			Respecto a la Población Ocupada				
	Tasa de Desocupación Nacional ^{2/}	Tasa de Desocupación Urbana ^{3/}	Tasa de Ocupación Parcial y Desocupación ^{4/}	Tasa de Subocupación ^{5/}	Tasa de Informalidad Laboral ^{6/}	Tasa de Ocupación en el Sector Informal ^{7/}	
2012	4.9	5.8	11.4	8.5	59.6	28.7	
2013	4.9	5.7	11.2	8.4	58.8	28.3	
2014	4.8	5.9	11.0	8.1	57.8	27.4	
2015	4.3	5.1	10.6	8.4	57.8	27.4	
2014	I	4.8	6.0	11.0	8.3	58.0	27.8
	II	4.9	6.1	11.3	8.2	57.6	27.3
	III	5.2	6.3	11.3	8.1	57.9	27.1
	IV	4.4	5.1	10.4	8.0	57.9	27.5
2015	I	4.2	5.1	10.3	8.1	57.6	27.1
	II	4.3	5.2	10.7	8.3	57.8	27.3
	III	4.6	5.4	10.7	8.5	57.8	27.4
	IV	4.2	4.9	10.8	8.6	58.2	27.8

1/ Las cifras corresponden al universo de las personas de 15 años de edad en adelante.

2/ Muestra la proporción de personas desocupadas con respecto a la población económicamente activa (PEA). La población desocupada se refiere a las personas que no estando ocupadas en la semana de referencia, buscaron activamente incorporarse a alguna actividad económica en algún momento del último mes transcurrido.

3/ Tasa de desocupación en el agregado de 32 ciudades, se genera a partir de los datos de la ENOE mensual.

4/ Porcentaje de la población económicamente activa (PEA) que se encuentra desocupada, más la ocupada que trabajó menos de 15 horas en la semana de referencia.

5/ Porcentaje de las personas con necesidad y disponibilidad de ofertar más horas de trabajo de lo que su ocupación actual les permite.

6/ Se refiere a la suma, sin duplicar, de los que son laboralmente vulnerables por la naturaleza de la unidad económica para la que trabajan, con aquellos cuyo vínculo o dependencia laboral no es reconocida por su fuente de trabajo. En esta tasa se incluye -además del componente que labora en micronegocios no registrados o sector informal- a otras modalidades análogas como los ocupados por cuenta propia en la agricultura de subsistencia, así como a trabajadores que laboran sin la protección de la seguridad social y cuyos servicios son utilizados por unidades económicas registradas.

7/ Porcentaje de la población ocupada que trabaja para unidades económicas no agropecuarias operadas sin registros contables y que funcionan a partir de los recursos del hogar o de la persona que encabeza la actividad sin que se constituya como empresa, de modo que la actividad en cuestión no tiene una situación identificable e independiente de ese hogar o de la persona que la dirige y que por lo mismo tiende a concretarse en una muy pequeña escala de operación.

Fuente: Encuesta Nacional de Ocupación y Empleo (ENOE).

Cuadro A 15
Tipo de Cambio Real ^{1/}

Año	Índices 1990 = 100			Variación Anual en Por ciento		
	Bilateral con Respecto a los EUA	Multilateral Ponderado por PIB ^{2/}	Multilateral Ponderado por Comercio ^{3/}	Bilateral con Respecto a los EUA	Multilateral Ponderado por PIB ^{2/}	Multilateral Ponderado por Comercio ^{3/}
1997	95.0	85.8	94.2	-11.7	-16.6	-13.5
1998	95.8	84.5	92.7	0.9	-1.6	-1.6
1999	88.0	77.6	84.4	-8.1	-8.1	-8.9
2000	82.2	68.7	77.4	-6.7	-11.5	-8.3
2001	78.5	62.6	72.4	-4.5	-8.8	-6.5
2002	78.4	60.9	71.9	-0.1	-2.8	-0.6
2003	85.7	71.6	80.4	9.3	17.5	11.8
2004	88.0	77.0	84.0	2.6	7.5	4.4
2005	84.4	73.6	81.2	-4.0	-4.4	-3.2
2006	84.1	72.7	81.3	-0.3	-1.2	0.0
2007	83.4	74.8	82.1	-0.8	2.9	1.1
2008	83.8	78.1	83.9	0.4	4.5	2.2
2009	96.5	88.6	95.8	15.1	13.4	14.2
2010	88.0	81.6	88.6	-8.7	-7.9	-7.5
2011	86.3	82.8	88.3	-2.0	1.5	-0.4
2012	89.7	83.9	91.1	4.0	1.3	3.2
2013	85.0	77.5	86.0	-5.2	-7.6	-5.6
2014	86.4	77.0	87.0	1.7	-0.7	1.1
2015	100.5	82.0	98.0	16.2	6.5	12.7
2014 I	86.0	77.6	86.9	1.7	-1.0	1.1
II	85.6	77.5	86.6	2.7	1.8	2.9
III	85.8	76.6	86.6	-0.8	-1.4	-0.8
IV	88.3	76.2	87.9	3.1	-2.1	1.4
2015 I	94.1	77.8	92.6	9.4	0.3	6.5
II	97.9	80.0	95.9	14.4	3.3	10.8
III	104.8	85.1	101.9	22.1	11.1	17.6
IV	105.1	84.9	101.7	19.0	11.5	15.6

1/ Un aumento en el índice significa una depreciación del peso.

2/ El tipo de cambio real efectivo se estima con base en los precios al consumidor y con respecto a una canasta de 111 países, ponderada con el Producto Interno Bruto de cada uno de ellos.

3/ El tipo de cambio real efectivo se estima con base en los precios al consumidor y con respecto a una canasta de 49 países, ponderada con la participación de cada país en el comercio con México. El comercio con estos países representa alrededor del 98% del comercio total de México.

Fuente: Elaboración de Banco de México con información del Fondo Monetario Internacional, INEGI, OCDE y bancos centrales.

Precios, Salarios y Productividad

Cuadro A 16
Principales Indicadores de Precios
Variaciones anuales en por ciento

	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Precios												
Consumidor												
Fin de Periodo	5.19	3.33	4.05	3.76	6.53	3.57	4.40	3.82	3.57	3.97	4.08	2.13
Promedio Anual	4.69	3.99	3.63	3.97	5.12	5.30	4.16	3.41	4.11	3.81	4.02	2.72
INPP Mercancías Finales, sin Petróleo												
Fin de Periodo	7.97	2.46	7.12	3.69	10.48	1.99	4.39	7.19	0.94	0.13	4.24	5.29
Promedio Anual	8.58	3.56	6.12	4.25	7.38	5.91	3.25	5.23	4.56	-0.17	2.29	5.43
INPP Mercancías y Servicios Finales, sin Petróleo												
Fin de Periodo	6.52	3.59	5.39	3.57	7.75	3.29	3.70	5.74	1.54	1.71	3.70	4.20
Promedio Anual	6.43	4.22	5.12	3.83	5.79	5.36	3.57	4.21	4.22	1.24	2.53	4.29
INPP Mercancías y Servicios Finales, con Petróleo												
Fin de Periodo	6.57	4.01	5.50	4.40	6.50	4.34	3.89	6.58	1.01	1.47	1.79	3.03
Promedio Anual	6.81	4.52	5.39	4.05	6.33	4.88	3.82	4.92	4.32	0.99	1.95	2.28
Costo de Construcción Residencial ^{1/}												
Fin de Periodo	12.15	-0.39	8.50	3.04	9.57	-0.33	4.54	9.28	0.78	-0.06	3.75	6.42
Promedio Anual	12.25	1.19	7.58	3.36	9.70	-0.06	3.84	6.07	4.65	0.15	2.74	4.82

1/ A partir de enero de 2004, este índice sustituye al INCEVIS.

Fuente: Banco de México e INEGI.

Cuadro A 17
Índice Nacional de Precios al Consumidor (INPC)
 Base 2Q. Dic 2010

Mes	INPC 2Q. Dic 2010	Variación en por ciento			
		Anual	Anual Promedio Móvil de 12 meses	Mensual	
2000	Dic	64.303	8.96	9.49	
2001	Dic	67.135	4.40	6.37	
2002	Dic	70.962	5.70	5.03	
2003	Dic	73.784	3.98	4.55	
2004	Dic	77.614	5.19	4.69	
2005	Dic	80.200	3.33	3.99	
2006	Dic	83.451	4.05	3.63	
2007	Dic	86.588	3.76	3.97	
2008	Dic	92.241	6.53	5.12	
2009	Dic	95.537	3.57	5.30	
2010	Dic	99.742	4.40	4.16	
2011	Dic	103.551	3.82	3.41	
2012	Dic	107.246	3.57	4.11	
2013	Dic	111.508	3.97	3.81	
2014	Ene	112.505	4.48	3.91	0.89
	Feb	112.790	4.23	3.97	0.25
	Mar	113.099	3.76	3.93	0.27
	Abr	112.888	3.50	3.83	-0.19
	May	112.527	3.51	3.74	-0.32
	Jun	112.722	3.75	3.71	0.17
	Jul	113.032	4.07	3.76	0.28
	Ago	113.438	4.15	3.82	0.36
	Sep	113.939	4.22	3.89	0.44
	Oct	114.569	4.30	3.96	0.55
	Nov	115.493	4.17	4.01	0.81
	Dic	116.059	4.08	4.02	0.49
2015	Ene	115.954	3.07	3.90	-0.09
	Feb	116.174	3.00	3.79	0.19
	Mar	116.647	3.14	3.74	0.41
	Abr	116.345	3.06	3.70	-0.26
	May	115.764	2.88	3.65	-0.50
	Jun	115.958	2.87	3.58	0.17
	Jul	116.128	2.74	3.46	0.15
	Ago	116.373	2.59	3.34	0.21
	Sep	116.809	2.52	3.19	0.37
	Oct	117.410	2.48	3.04	0.51
	Nov	118.051	2.21	2.88	0.55
	Dic	118.532	2.13	2.72	0.41

Fuente: Banco de México e INEGI.

Cuadro A 18
Índice Nacional de Precios al Consumidor por Tipo de Bien
 Variaciones anuales en por ciento
 Base 2Q. Dic 2010

	Mes	INPC	Alimentos, Bebidas y Tabaco	Ropa, Calzado y Accesorios	Vivienda	Muebles, Aparatos y Accesorios Domésticos	Salud y Cuidado Personal	Transporte	Educación y Esparcimiento	Otros Bienes y Servicios
2002	Dic	5.70	5.45	2.19	9.54	-2.08	3.72	3.95	7.25	6.47
2003	Dic	3.98	4.31	0.32	4.20	0.16	4.35	2.47	6.35	5.88
2004	Dic	5.19	8.17	1.14	5.04	1.28	2.89	5.38	4.77	4.72
2005	Dic	3.33	2.24	1.26	3.60	1.87	3.87	3.50	5.09	4.46
2006	Dic	4.05	6.27	1.24	3.27	1.75	3.41	3.54	4.41	4.17
2007	Dic	3.76	6.00	1.31	2.32	1.85	4.04	3.16	4.19	4.49
2008	Dic	6.53	10.24	2.30	5.44	6.11	4.83	5.47	5.51	6.51
2009	Dic	3.57	4.24	3.47	0.94	5.51	4.94	5.35	4.04	4.36
2010	Dic	4.40	5.29	3.34	2.92	2.66	4.27	6.88	3.89	4.82
2011	Dic	3.82	6.02	3.43	2.10	2.83	1.94	4.99	3.15	4.47
2012	Dic	3.57	7.20	2.51	-0.68	4.56	5.01	4.54	3.15	5.10
2013	Dic	3.97	4.11	1.52	3.84	0.67	2.27	7.33	3.64	3.52
2014	Ene	4.48	5.19	1.51	3.75	1.21	2.78	8.27	3.80	4.45
	Feb	4.23	4.97	1.81	3.10	1.44	1.95	8.06	3.79	4.95
	Mar	3.76	3.43	1.60	2.95	1.87	1.99	7.76	3.33	5.19
	Abr	3.50	2.46	1.82	2.60	2.07	2.29	7.07	4.18	5.67
	May	3.51	3.25	1.84	2.06	2.10	2.33	7.10	3.64	5.62
	Jun	3.75	4.45	2.22	2.10	1.55	2.52	6.57	3.55	5.72
	Jul	4.07	5.41	2.27	2.28	2.03	2.31	6.60	3.68	5.87
	Ago	4.15	5.70	2.50	2.26	2.47	2.57	6.22	3.56	6.11
	Sep	4.22	6.16	2.42	2.23	2.05	2.51	6.00	3.73	6.21
	Oct	4.30	6.47	2.40	2.10	2.00	2.78	6.01	3.82	6.48
	Nov	4.17	6.00	2.33	2.14	1.70	3.40	5.55	3.88	6.59
	Dic	4.08	6.54	2.27	2.02	1.58	2.87	4.45	3.85	6.80
2015	Ene	3.07	5.24	2.03	0.80	1.47	2.16	3.01	3.57	5.85
	Feb	3.00	4.99	2.09	0.65	1.87	3.37	2.78	3.54	5.43
	Mar	3.14	4.93	2.34	0.59	1.85	3.20	3.67	4.06	5.28
	Abr	3.06	5.40	2.52	0.62	2.07	3.20	2.89	3.20	4.91
	May	2.88	4.27	2.65	0.65	1.89	3.13	3.20	3.64	4.73
	Jun	2.87	4.26	2.80	0.57	2.22	2.86	3.34	3.69	4.62
	Jul	2.74	3.95	2.75	0.45	2.28	2.89	3.14	3.74	4.58
	Ago	2.59	3.20	2.37	0.56	2.02	3.19	3.12	3.76	4.76
	Sep	2.52	2.88	2.37	0.63	2.38	3.40	2.89	3.63	4.83
	Oct	2.48	2.95	2.62	0.58	3.01	3.51	2.46	3.53	4.68
	Nov	2.21	2.62	2.89	-0.02	3.33	3.26	2.39	3.46	4.55
	Dic	2.13	2.32	2.90	-0.07	2.94	3.33	2.43	3.55	4.51

Fuente: Banco de México e INEGI.

Cuadro A 19
Inflación: INPC, Subyacente y Subíndices Complementarios
 Variaciones anuales en por ciento
 Base 2Q. Dic 2010

Mes	INPC	Subyacente ^{1/}	Mercancías	Servicios	No Subyacente	Agropecuarios	Energéticos y Tarifas Autorizadas por el Gobierno
2006 Dic	4.05	3.65	3.42	3.84	5.42	8.30	3.72
2007 Dic	3.76	3.87	4.52	3.33	3.39	3.42	3.36
2008 Dic	6.53	5.54	6.50	4.72	9.80	11.63	8.68
2009 Dic	3.57	4.16	5.57	2.94	1.72	1.66	1.76
2010 Dic	4.40	3.58	3.82	3.36	7.09	6.96	7.16
2011 Dic	3.82	3.35	4.52	2.40	5.34	3.73	6.19
2012 Dic	3.57	2.90	5.00	1.15	5.74	9.18	3.84
2013 Dic	3.97	2.78	1.89	3.54	7.84	6.67	8.65
2014 Ene	4.48	3.21	2.93	3.47	8.58	6.21	10.13
Feb	4.23	2.98	2.91	3.05	8.28	5.43	10.12
Mar	3.76	2.89	2.88	2.90	6.54	1.49	9.73
Abr	3.50	3.11	2.97	3.23	4.75	-1.13	8.52
May	3.51	3.00	3.08	2.94	5.19	0.67	8.14
Jun	3.75	3.09	3.24	2.96	5.96	3.37	7.59
Jul	4.07	3.25	3.37	3.15	6.83	5.78	7.47
Ago	4.15	3.37	3.56	3.22	6.72	6.22	7.03
Sep	4.22	3.34	3.46	3.24	7.11	7.57	6.82
Oct	4.30	3.32	3.53	3.14	7.51	8.46	6.93
Nov	4.17	3.34	3.68	3.06	6.78	7.04	6.62
Dic	4.08	3.24	3.50	3.03	6.70	8.61	5.55
2015 Ene	3.07	2.34	2.43	2.26	5.34	8.50	3.49
Feb	3.00	2.40	2.64	2.20	4.88	8.32	2.90
Mar	3.14	2.45	2.60	2.32	5.29	8.34	3.52
Abr	3.06	2.31	2.65	2.03	5.46	9.86	2.89
May	2.88	2.33	2.44	2.23	4.64	7.50	2.90
Jun	2.87	2.33	2.48	2.20	4.63	7.67	2.80
Jul	2.74	2.31	2.47	2.18	4.12	6.94	2.42
Ago	2.59	2.30	2.36	2.25	3.51	5.14	2.51
Sep	2.52	2.38	2.54	2.24	2.96	3.98	2.33
Oct	2.48	2.47	2.73	2.25	2.52	3.91	1.68
Nov	2.21	2.34	2.79	1.95	1.84	2.70	1.33
Dic	2.13	2.41	2.82	2.07	1.28	1.72	1.00

1/ La inflación subyacente se obtiene eliminando del cálculo del INPC los bienes y servicios cuyos precios son más volátiles, o bien que su proceso de determinación no responde a condiciones de mercado. Así, los grupos que se excluyen en el indicador subyacente son los siguientes: agropecuarios y energéticos y tarifas autorizadas por el gobierno.

Fuente: Banco de México e INEGI.

Cuadro A 20
Índice Nacional de Precios Productor, sin Petróleo
 Base jun 2012 = 100

Periodo	Mercancías Finales			Servicios			Mercancías y Servicios Finales		
	Índice	Variación en Por ciento		Índice	Variación en Por ciento		Índice	Variación en Por ciento	
		Anual	Mensual		Anual	Mensual		Anual	Mensual
2000 Dic	54.953	7.38	0.57	61.126	9.60	1.03	58.108	8.58	0.82
2001 Dic	56.386	2.61	-0.32	64.656	5.77	0.37	60.626	4.33	0.06
2002 Dic	59.934	6.29	0.31	68.010	5.19	0.31	64.061	5.67	0.31
2003 Dic	63.673	6.24	0.85	70.142	3.13	0.27	66.960	4.52	0.53
2004 Dic	68.747	7.97	-0.29	73.828	5.25	0.41	71.328	6.52	0.08
2005 Dic	70.438	2.46	0.45	77.225	4.60	0.34	73.886	3.59	0.39
2006 Dic	75.454	7.12	0.30	80.202	3.85	0.14	77.865	5.39	0.21
2007 Dic	78.235	3.69	0.00	82.976	3.46	0.31	80.643	3.57	0.16
2008 Dic	86.436	10.48	0.33	87.342	5.26	0.42	86.896	7.75	0.38
2009 Dic	88.156	1.99	-0.05	91.306	4.54	0.80	89.756	3.29	0.39
2010 Dic	92.026	4.39	0.72	94.102	3.06	0.65	93.080	3.70	0.68
2011 Dic	98.640	7.19	0.73	98.215	4.37	1.01	98.424	5.74	0.87
2012 Dic	99.570	0.94	-0.36	100.488	2.31	-0.15	99.937	1.54	-0.27
2013 Ene	99.392	0.06	-0.18	101.025	3.43	0.53	100.045	1.58	0.11
Feb	99.478	0.42	0.09	102.030	4.23	0.99	100.499	2.06	0.45
Mar	99.546	0.67	0.07	102.375	3.52	0.34	100.678	1.81	0.18
Abr	98.934	-0.01	-0.61	102.485	3.59	0.11	100.355	1.43	-0.32
May	98.569	-0.68	-0.37	102.548	3.01	0.06	100.161	0.77	-0.19
Jun	99.101	-0.90	0.54	102.864	2.86	0.31	100.606	0.61	0.44
Jul	98.565	-0.71	-0.54	103.281	2.94	0.41	100.452	0.76	-0.15
Ago	98.692	-0.41	0.13	103.211	2.77	-0.07	100.500	0.87	0.05
Sep	99.286	-0.17	0.60	103.537	2.83	0.32	100.987	1.04	0.48
Oct	99.247	-0.18	-0.04	103.781	2.88	0.24	101.061	1.06	0.07
Nov	99.626	-0.30	0.38	104.006	3.34	0.22	101.378	1.16	0.31
Dic	99.704	0.13	0.08	104.548	4.04	0.52	101.642	1.71	0.26
2014 Ene	100.420	1.03	0.72	104.408	3.35	-0.13	102.016	1.97	0.37
Feb	100.962	1.49	0.54	104.989	2.90	0.56	102.573	2.06	0.55
Mar	101.018	1.48	0.06	105.210	2.77	0.21	102.695	2.00	0.12
Abr	100.820	1.91	-0.20	105.498	2.94	0.27	102.691	2.33	0.00
May	100.896	2.36	0.08	105.420	2.80	-0.07	102.706	2.54	0.01
Jun	100.584	1.50	-0.31	105.677	2.73	0.24	102.621	2.00	-0.08
Jul	100.953	2.42	0.37	106.160	2.79	0.46	103.036	2.57	0.40
Ago	101.513	2.86	0.55	106.118	2.82	-0.04	103.355	2.84	0.31
Sep	101.705	2.44	0.19	106.516	2.88	0.37	103.630	2.62	0.27
Oct	102.075	2.85	0.36	106.669	2.78	0.14	103.913	2.82	0.27
Nov	102.470	2.85	0.39	106.913	2.80	0.23	104.248	2.83	0.32
Dic	103.934	4.24	1.43	107.614	2.93	0.66	105.406	3.70	1.11
2015 Ene	104.650	4.21	0.69	106.893	2.38	-0.67	105.548	3.46	0.13
Feb	104.996	4.00	0.33	107.367	2.26	0.44	105.945	3.29	0.38
Mar	105.813	4.75	0.78	108.138	2.78	0.72	106.743	3.94	0.75
Abr	105.952	5.09	0.13	108.130	2.50	-0.01	106.823	4.02	0.08
May	105.704	4.77	-0.23	108.166	2.61	0.03	106.689	3.88	-0.13
Jun	106.242	5.63	0.51	108.471	2.64	0.28	107.134	4.40	0.42
Jul	107.000	5.99	0.71	108.993	2.67	0.48	107.797	4.62	0.62
Ago	107.751	6.15	0.70	109.291	2.99	0.27	108.367	4.85	0.53
Sep	108.422	6.60	0.62	109.672	2.96	0.35	108.922	5.11	0.51
Oct	108.587	6.38	0.15	109.729	2.87	0.05	109.044	4.94	0.11
Nov	108.907	6.28	0.29	109.691	2.60	-0.03	109.220	4.77	0.16
Dic	109.432	5.29	0.48	110.440	2.63	0.68	109.835	4.20	0.56

Fuente: Banco de México e INEGI.

Cuadro A 21
Índice Nacional de Precios Productor, sin Petróleo
 Clasificación por destino de los bienes finales
 Variaciones anuales a diciembre de cada año en por ciento

Concepto	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
INPP Mercancías y Servicios Finales	3.59	5.39	3.57	7.75	3.29	3.70	5.74	1.54	1.71	3.70	4.20
Demanda Interna	3.99	5.25	3.67	7.24	3.32	3.44	5.45	2.49	2.51	3.32	3.13
Consumo	4.56	4.03	3.70	6.24	4.07	3.33	4.75	2.88	3.35	2.95	2.33
Inversión	0.82	10.77	2.81	12.55	-0.53	3.58	8.78	0.65	-0.16	4.52	5.74
Exportaciones	0.63	6.41	2.81	11.61	3.11	5.61	7.77	-2.12	-0.94	5.02	7.79
INPP Mercancías Finales	2.46	7.12	3.69	10.48	1.99	4.39	7.19	0.94	0.13	4.24	5.29
Demanda Interna	3.21	7.16	3.90	10.07	1.92	4.05	6.90	2.83	0.95	3.75	3.57
Consumo	4.84	4.94	4.60	8.42	3.64	4.40	5.68	4.66	1.86	3.46	2.80
Inversión	0.56	10.91	2.75	12.77	-0.76	3.48	8.87	0.42	-0.25	4.14	4.61
Exportaciones	-0.58	6.94	2.79	12.25	2.30	5.79	8.36	-3.33	-1.35	5.16	8.45
INPP Servicios	4.60	3.85	3.46	5.26	4.54	3.06	4.37	2.31	4.04	2.93	2.63
Demanda Interna	4.59	3.81	3.49	5.04	4.46	2.96	4.29	2.16	4.10	2.89	2.69
Consumo	4.41	3.53	3.20	5.02	4.32	2.72	4.21	1.83	4.26	2.65	2.04
Inversión	9.34	6.70	4.59	5.89	6.84	6.67	6.20	6.09	0.69	8.20	16.23
Exportaciones	4.93	4.63	2.88	9.40	5.99	4.97	5.76	5.06	3.04	3.72	1.41

Fuente: Banco de México e INEGI.

Cuadro A 22
Índice Nacional de Precios Productor, sin Petróleo
 Clasificación por origen de los bienes finales
 Variaciones anuales a diciembre de cada año en por ciento

Concepto	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
INPP Mercancías y Servicios Finales	3.59	5.39	3.57	7.75	3.29	3.70	5.74	1.54	1.71	3.70	4.20
Agricultura, Ganadería, Aprovechamiento Forestal, Pesca y Caza	8.32	8.42	4.45	14.16	-0.51	13.20	3.46	5.76	-0.10	4.65	1.52
Minería	5.22	31.48	10.39	-3.82	31.26	17.60	9.17	-2.60	-0.35	9.20	16.06
Electricidad, Agua y Suministro de Gas por Ductos al Consumidor Final	4.41	4.60	4.07	11.70	-0.33	4.90	5.30	3.68	4.25	3.58	-2.77
Construcción	0.61	11.76	2.90	13.08	-0.95	3.89	9.29	0.41	-0.69	4.46	4.38
Industria Manufacturera	2.46	4.81	3.82	9.03	3.38	3.23	6.81	1.30	0.28	4.17	6.06
Transportes, Correos y Almacenamiento	5.94	2.87	2.73	6.07	6.86	2.73	5.74	2.99	4.20	2.57	2.96
Información en Medios Masivos	--	--	--	--	--	--	2.67	-13.84	13.08	-3.81	-14.38
Servicios Inmobiliarios y de Alquiler de Bienes Muebles e Intangibles	2.85	3.30	2.72	3.62	2.16	2.24	1.96	2.04	2.11	2.03	1.89
Servicios Profesionales, Científicos y Técnicos	--	--	--	--	--	--	5.69	2.85	2.47	4.23	3.13
Servicios de Apoyo a los Negocios y Manejo de Desechos y Servicios de Remedación	--	--	--	--	--	--	2.14	5.09	4.38	4.45	7.22
Servicios Educativos	--	--	--	--	--	--	4.37	6.91	4.53	4.37	4.36
Servicios de Salud y de Asistencia Social	--	--	--	--	--	--	3.75	3.03	3.91	3.45	3.65
Servicios de Esparcimiento Culturales y Deportivos, y Otros Servicios Recreativos	--	--	--	--	--	--	2.91	4.19	2.18	2.93	3.63
Servicios de Alojamiento Temporal y de Preparación de Alimentos y Bebidas	3.94	3.83	3.96	6.02	3.55	3.69	4.74	4.03	3.06	5.11	3.93
Otros Servicios Excepto Actividades Gubernamentales	--	--	--	--	--	--	3.28	3.25	2.91	2.97	2.83

Fuente: Banco de México e INEGI.

Cuadro A 23
Índice Nacional del Costo de Construcción
 Variaciones anuales a diciembre de cada año en por ciento

Concepto	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Índice General	0.61	11.76	2.90	13.08	-0.95	4.80	9.29	0.41	-0.69	4.46	4.38
Subíndice Materiales de Construcción	-0.24	14.11	2.55	15.47	-1.84	5.16	10.56	-0.16	-1.39	4.54	4.41
Minerales no Metálicos	3.65	2.82	4.88	7.78	2.58	3.16	4.81	4.98	4.30	5.10	5.30
Cemento y Concreto	0.18	4.76	4.71	8.72	0.14	5.37	9.04	1.24	-1.97	5.58	10.14
Aglutinantes	3.83	5.19	3.38	10.40	3.26	5.01	5.91	4.98	0.63	4.75	7.21
Artículos a base de Arcilla	4.53	6.59	3.67	6.30	0.21	2.85	1.68	1.48	2.84	2.15	6.95
Productos a base de Concreto	1.68	8.20	3.18	5.06	0.98	1.82	3.16	2.44	1.64	3.18	7.67
Partes Estructurales de Concreto	2.04	7.93	4.35	11.35	-0.25	3.24	6.75	1.72	1.15	2.85	6.68
Otros Productos de Concreto	2.86	7.96	1.47	8.19	0.70	2.51	3.95	1.96	-0.26	5.13	3.27
Otros Artículos a base de Minerales no Metálicos	7.27	7.83	0.53	7.77	-3.32	3.05	6.32	7.47	-2.03	3.53	4.96
Productos de Madera	4.46	4.12	3.38	7.27	1.80	3.03	2.86	5.04	1.48	1.83	7.44
Pinturas y Similares	6.76	3.05	0.85	19.19	-0.27	5.01	14.83	1.27	2.91	0.17	7.41
Productos de Plástico	18.90	5.10	-1.68	8.36	-4.76	5.37	3.26	2.39	-0.56	3.47	7.82
Otros Productos Químicos	9.03	29.07	0.98	49.02	-10.00	7.40	15.62	-5.34	-6.52	13.68	-19.64
Productos Metálicos	-1.33	30.58	0.90	26.13	-7.13	5.54	11.50	-1.55	-4.30	4.53	1.42
Productos de Alambre	-23.82	23.86	-3.55	24.34	-8.83	5.22	36.15	-10.69	-8.24	-1.20	4.17
Equipos Eléctricos	0.10	12.82	6.04	15.68	2.24	1.71	6.22	5.28	-0.15	1.39	6.23
Accesorios Eléctricos	18.88	52.24	0.54	-4.09	6.34	15.71	5.63	1.22	-5.74	-0.33	4.75
Muebles y Accesorios	3.84	10.02	4.56	11.52	3.14	2.39	4.24	5.14	3.80	1.71	10.31
Otros Materiales y Accesorios	4.15	8.74	2.84	16.92	-0.36	7.70	7.51	2.55	1.57	6.45	5.65
Subíndice Alquiler de Maquinaria y Equipo	2.78	2.79	2.89	6.89	1.82	3.24	5.26	-0.24	1.43	5.14	6.77
Subíndice de Remuneraciones	3.83	3.79	4.35	3.55	3.07	3.32	3.80	3.21	2.87	3.91	3.78

Fuente: Banco de México e INEGI.

Cuadro A 24
Salarios Contractuales

		Salarios Contractuales					
Periodo		Total			Manufacturas		
		Incremento Anual en Por ciento	Número de Trabajadores (miles)	Número de Empresas	Incremento Anual en Por ciento	Número de Trabajadores (miles)	Número de Empresas
2004	Promedio	4.1	1,776	5,920	4.6	534.7	2,431
2005	Promedio	4.4	1,783	5,957	4.7	541.2	2,476
2006	Promedio	4.1	1,684	5,819	4.4	482.7	2,433
2007	Promedio	4.2	1,858	6,251	4.4	566.8	2,546
2008	Promedio	4.4	1,910	6,308	4.7	557.5	2,768
2009	Promedio	4.4	1,824	6,645	4.4	511.5	2,930
2010	Promedio	4.3	1,882	6,825	4.8	560.0	3,268
2011	Promedio	4.3	1,971	7,192	4.7	612.8	3,445
2012	Promedio	4.4	2,073	7,442	4.8	638.1	3,405
2013	Promedio	4.3	2,072	7,802	4.6 ^{1/}	669.0 ^{1/}	3,403 ^{1/}
2014	Promedio	4.1	2,198	8,250	4.5	708.7	3,584
2015	Promedio	4.1	2,230	8,334	4.6	760.3	3,725
2012	Ene	4.4	171.4	603	4.9	53.9	293
	Feb	4.5	232.6	902	4.7	106.0	441
	Mar	4.5	168.3	888	4.6	90.0	464
	Abr	4.5	122.7	756	4.8	44.3	314
	May	4.4	211.0	782	4.5	52.2	374
	Jun	4.5	100.8	715	4.6	41.8	290
	Jul	4.4	239.7	391	4.6	21.3	158
	Ago	5.0	114.0	736	4.9	61.2	313
	Sep	5.0	56.8	498	4.6	31.2	227
	Oct	4.2	570.0	501	5.1	100.1	236
	Nov	4.6	49.5	399	4.9	20.3	178
	Dic	4.9	35.9	271	5.3	15.9	117
2013	Ene	4.3	185.0	535	4.8 ^{1/}	47.2 ^{1/}	245 ^{1/}
	Feb	4.4	213.8	864	4.7	103.5	392
	Mar	4.5	147.0	898	4.6	78.0	419
	Abr	4.3	250.0	793	4.6	80.1	422
	May	4.6	126.1	726	4.8	69.4	371
	Jun	4.6	90.4	557	4.3	41.6	276
	Jul	4.1	237.3	582	4.6	25.5	230
	Ago	4.6	79.7	941	4.7	46.9	285
	Sep	4.4	80.3	544	4.7	43.5	234
	Oct	4.0	560.5	522	4.7	87.1	241
	Nov	4.2	49.8	438	4.4	21.1	182
	Dic	4.2	51.5	402	4.3	25.0	106
2014 ^{p/}	Ene	3.8	186.8	707	4.5	51.3	308
	Feb	4.4	205.6	822	4.5	97.3	408
	Mar	4.4	181.4	1,014	4.5	110.3	499
	Abr	4.0	275.7	762	4.6	74.7	367
	May	4.4	100.2	638	4.2	58.9	334
	Jun	4.4	82.1	650	4.4	42.7	339
	Jul	4.1	240.7	436	4.3	26.1	190
	Ago	4.5	113.7	734	4.8	56.3	297
	Sep	4.2	87.8	588	4.2	44.2	258
	Oct	3.7	611.1	625	4.5	105.4	256
	Nov	4.3	48.1	378	4.5	15.7	164
	Dic	3.9	64.6	896	4.7	25.7	164
2015	Ene	4.3	192.2	530	4.6	65.3	262
	Feb	4.4	211.7	822	4.4	103.8	427
	Mar	4.3	225.0	1,174	4.6	122.8	591
	Abr	4.1	241.6	750	4.8	80.3	375
	May	4.4	158.0	762	4.9	62.1	352
	Jun	4.4	108.4	795	4.3	47.7	352
	Jul	4.8	43.4	377	4.7	30.4	206
	Ago	4.4	86.9	717	4.7	51.2	306
	Sep	4.1	251.0	574	4.2	34.7	255
	Oct	3.6	597.7	578	4.6	108.6	240
	Nov	4.0	75.1	474	4.3	37.3	237
	Dic	4.3	38.4	781	4.3	16.1	122

1/ Los datos de Manufactura a partir de 2013 corresponden a la clasificación del Sistema de Clasificación Industrial de América del Norte (2007).

p/ Cifras preliminares a partir de la fecha en que se indica.

Nota: Los datos anuales correspondientes al incremento en los salarios se refieren al promedio ponderado de las cifras mensuales; los datos anuales correspondientes al número de trabajadores y de empresas se refieren a la suma de las cifras mensuales.

Fuente: Secretaría del Trabajo y Previsión Social.

Cuadro A 25
Remuneraciones Nominales y Producto por Trabajador (ENOE)
 Variaciones anuales en por ciento

Periodo	Ingreso Mensual Promedio	Producto por Trabajador		
		Total	Manufacturas	
2011	Promedio	1.5	1.8	2.8
2012	Promedio	3.7	0.7	0.9
2013	Promedio	2.8	0.3	-2.4
2014	Promedio	-0.9	1.9	1.6
2015	Promedio	4.6	0.1	0.0
2011	I	1.9	3.4	6.1
	II	1.2	2.6	0.3
	III	1.0	2.2	4.5
	IV	1.9	-0.8	0.5
2012	I	2.3	1.1	1.8
	II	2.8	0.0	3.5
	III	3.3	-0.8	-1.0
	IV	6.5	2.4	-0.7
2013	I	5.0	-0.4	-3.3
	II	2.9	1.1	-1.9
	III	2.6	1.5	-1.4
	IV	0.8	-1.1	-3.0
2014	I	-1.3	0.8	-0.2
	II	-0.3	1.8	0.3
	III	-0.8	2.0	1.9
	IV	-1.1	2.9	4.4
2015	I	2.6	1.0	2.0
	II	2.9	0.2	0.5
	III	6.9	0.2	0.0
	IV	6.1	-0.9	-2.5

Fuente: Cálculos elaborados por Banco de México con información del INEGI.

Cuadro A 26
Salario Mínimo
Pesos por día

Fecha Inicial de Vigencia	Promedio Nacional ^{1/}	Zonas Geográficas ^{2/}		
		A	B	C
1996 Enero 1	18.43	20.15	18.70	17.00
1996 Abril 1	20.66	22.60	20.95	19.05
1996 Diciembre 3	24.30	26.45	24.50	22.50
1997 Enero 1	24.30	26.45	24.50	22.50
1998 Enero 1	27.99	30.20	28.00	26.05
1998 Diciembre 3	31.91	34.45	31.90	29.70
1999 Enero 1	31.91	34.45	31.90	29.70
2000 Enero 1	35.12	37.90	35.10	32.70
2001 Enero 1	37.57	40.35	37.95	35.85
2002 Enero 1	39.74	42.15	40.10	38.30
2003 Enero 1	41.53	43.65	41.85	40.30
2004 Enero 1	43.30	45.24	43.73	42.11
2005 Enero 1	45.24	46.80	45.35	44.05
2006 Enero 1	47.05	48.67	47.16	45.81
2007 Enero 1	48.88	50.57	49.00	47.60
2008 Enero 1	50.84	52.59	50.96	49.50
2009 Enero 1	53.19	54.80	53.26	51.95
2010 Enero 1	55.77	57.46	55.84	54.47
2011 Enero 1	58.06	59.82	58.13	56.70
2012 Enero 1	60.50	62.33	60.57	59.08
	Promedio Nacional ^{1/}	Zonas Geográficas ^{2/ 3/}		
		A	B	
2012 Noviembre 27	60.75	62.33	59.08	
2013 Enero 1	63.12	64.76	61.38	
2014 Enero 1	65.58	67.29	63.77	
2015 Enero 1	68.34	70.10	66.45	
2015 Abril 1	69.26	70.10	68.28	
	Salario Mínimo General ^{4/}			
2015 Octubre 1	70.10			
2016 Enero 1	73.04			

1/ Promedio nacional ponderado con el número de trabajadores de cada región.

2/ Los estados y municipios se agrupan en regiones con objeto de reflejar las diferencias en el costo de vida.

3/ A partir del 27 de noviembre de 2012, el Consejo de Representantes de la CONASAMI resolvió unificar las anteriores áreas geográficas 'A' y 'B' con un mismo salario mínimo. Por su parte, la anterior área geográfica 'C' se denominó 'B'.

4/ A partir del 1 de octubre de 2015, el Consejo de Representantes resolvió establecer un salario mínimo general para todo el país.

Fuente: Comisión Nacional de los Salarios Mínimos.

Indicadores Monetarios y Financieros

Cuadro A 27
Principales Indicadores Monetarios y Financieros

	2012	2013	2014	2015
Agregados Monetarios ^{1/}	Variación Real Anual en Por ciento			
Base Monetaria	9.38	2.40	9.09	16.92
M1	9.39	4.43	9.93	15.00
M4	12.07	7.46	6.56	6.52
Ahorro Financiero Interno ^{2/}	12.24	7.85	6.34	5.77
	Por ciento del PIB ^{3/}			
Base Monetaria	4.77	4.91	5.21	5.95
M1	13.19	13.86	14.81	16.64
M4	64.11	69.34	71.81	74.72
Ahorro Financiero Interno ^{2/}	59.89	65.01	67.18	69.42
Tasas de Interés Nominales ^{4/}	Tasas Anuales en Por ciento			
TIE 28 Días	4.79	4.28	3.52	3.32
Cetes 28 Días	4.24	3.75	3.00	2.98
CPP	3.25	2.97	2.41	2.18
CCP	4.20	3.86	3.23	3.03
Tipo de Cambio ^{5/}	Pesos por Dólar			
Para Solventar Obligaciones en Moneda Extranjera	13.0101	13.0765	14.7180	17.2065
Bolsa Mexicana de Valores ^{5/}	Índice Base Octubre de 1978=100			
Índice de Precios y Cotizaciones	43,706	42,727	43,146	42,978

1/ Calculada con base en el promedio de saldos mensuales.

2/ Se define como el agregado monetario M4 menos los billetes y monedas en poder del público.

3/ PIB (base 2008) promedio anual.

4/ Promedio de observaciones diarias o semanales.

5/ Fin de periodo.

Fuente: Banco de México y Bolsa Mexicana de Valores.

Cuadro A 28
Agregados Monetarios
Saldos en miles de millones de pesos

Fin de Periodo	Base Monetaria	M1	M2	M3	M4	Ahorro Financiero Interno
Saldos Nominales						
2002	263.9	766.5	3,056.6	3,081.8	3,125.6	2,893.4
2003	303.6	857.7	3,458.4	3,492.2	3,524.9	3,261.3
2004	340.2	946.6	3,800.7	3,889.8	3,928.8	3,627.6
2005	380.0	1,068.5	4,366.1	4,503.8	4,545.9	4,209.7
2006	449.8	1,218.5	4,972.3	5,149.7	5,201.4	4,811.9
2007	494.7	1,350.1	5,384.9	5,647.7	5,720.0	5,289.9
2008	577.5	1,482.9	6,269.9	6,596.6	6,680.6	6,186.2
2009	632.0	1,614.6	6,672.3	7,053.0	7,126.8	6,589.7
2010	693.4	1,833.3	7,207.8	7,952.0	8,037.2	7,437.9
2011	763.5	2,083.2	8,065.7	9,227.1	9,330.6	8,664.7
2012	846.0	2,280.0	8,740.2	10,573.9	10,684.9	9,950.9
2013	917.9	2,513.8	9,507.3	11,566.2	11,658.7	10,865.8
2014	1,062.9	2,879.2	10,539.7	12,989.4	13,107.5	12,178.8
2015						
Ene	1,024.7	2,889.8	10,715.5	13,244.4	13,365.9	12,455.1
Feb	1,025.4	2,871.4	10,703.5	13,204.7	13,325.5	12,407.4
Mar	1,064.3	2,886.5	10,677.9	13,110.4	13,234.1	12,301.5
Abr	1,046.4	2,925.3	10,834.6	13,267.6	13,392.4	12,458.5
May	1,057.9	2,943.6	10,995.5	13,437.3	13,561.2	12,617.4
Jun	1,054.4	2,969.8	10,950.1	13,362.6	13,492.7	12,545.3
Jul	1,073.4	3,025.5	11,085.0	13,524.7	13,653.5	12,691.4
Ago	1,079.7	3,055.3	11,073.1	13,534.0	13,669.4	12,703.8
Sep	1,073.2	3,059.2	11,081.2	13,540.4	13,675.3	12,717.6
Oct	1,095.6	3,106.1	11,156.5	13,598.2	13,727.5	12,751.3
Nov	1,118.9	3,132.7	11,123.2	13,527.4	13,656.5	12,661.7
Dic	1,241.7	3,351.9	11,301.7	13,725.8	13,858.0	12,769.9
Saldos Promedio como Por ciento del PIB ^{1/}						
2009	4.51	11.88	53.30	56.01	56.64	52.70
2010	4.50	11.88	52.07	56.21	56.81	52.86
2011	4.50	12.44	51.76	58.32	59.02	55.05
2012	4.77	13.19	53.95	63.43	64.11	59.89
2013	4.91	13.86	56.53	68.75	69.34	65.01
2014	5.21	14.81	58.23	71.21	71.81	67.18
2015	5.95	16.64	60.51	74.01	74.72	69.42

Base Monetaria compuesta por los billetes y monedas en circulación y los depósitos bancarios en cuenta corriente en el Banco de México.

M1 es igual a la suma de billetes y monedas en poder del público, los depósitos en cuentas de cheques y en cuenta corriente del sector privado residente.

M2 es igual a M1 más los depósitos bancarios y en Entidades de Ahorro y Crédito Popular (diferentes a las cuentas de cheques y depósitos en cuenta corriente) del sector privado residente, los valores emitidos por el sector público y entidades privadas en poder del sector privado residente, así como los fondos de ahorro para la vivienda y el retiro.

M3 es igual a M2 más los depósitos bancarios (a la vista y a plazo) y los valores emitidos por el sector público; en poder de no residentes.

M4 es igual a M3 más la captación que realiza la banca mexicana, a través de sus agencias en el exterior, proveniente del sector privado residente y de no residentes.

Ahorro Financiero Interno es igual a M4 menos los billetes y monedas en poder del público.

^{1/} PIB (base 2008) promedio anual.

Fuente: Banco de México.

Cuadro A 29
Base Monetaria
Saldos en miles de millones de pesos

Fin de Periodo	Base Monetaria	Pasivos		Activos	
		Billetes y Monedas en Circulación ^{1/}	Depósitos Bancarios	Crédito Interno Neto	Activos Internacionales Netos ^{2/}
2001	225.580	225.223	0.358	-185.735	411.315
2002	263.937	263.937	0.000	-265.566	529.503
2003	303.614	303.614	0.000	-360.043	663.657
2004	340.178	340.178	0.000	-375.992	716.170
2005	380.034	380.034	0.000	-408.133	788.167
2006	449.821	449.821	0.000	-375.146	824.967
2007	494.743	494.743	0.000	-457.484	952.227
2008	577.543	577.542	0.000	-739.750	1,317.293
2009	632.032	631.938	0.095	-672.860	1,304.892
2010	693.423	693.423	0.000	-796.192	1,489.615
2011	763.492	763.491	0.001	-1,318.080	2,081.572
2012	846.019	845.396	0.624	-1,320.331	2,166.351
2013	917.876	917.875	0.001	-1,440.338	2,358.214
2014					
Ene	869.144	869.143	0.001	-1,579.319	2,448.462
Feb	864.385	864.385	0.001	-1,568.702	2,433.088
Mar	858.038	858.038	0.000	-1,563.636	2,421.674
Abr	873.153	873.152	0.000	-1,599.216	2,472.369
May	875.566	875.565	0.000	-1,576.083	2,451.649
Jun	875.845	875.845	0.000	-1,622.041	2,497.886
Jul	887.168	887.167	0.002	-1,664.632	2,551.801
Ago	886.288	886.285	0.002	-1,642.759	2,529.046
Sep	883.141	883.141	0.000	-1,714.317	2,597.459
Oct	908.611	908.611	0.000	-1,747.213	2,655.824
Nov	944.940	944.939	0.000	-1,789.241	2,734.180
Dic	1,062.893	1,062.892	0.001	-1,822.202	2,885.095
2015					
Ene	1,024.725	1,024.725	0.000	-1,960.887	2,985.612
Feb	1,025.435	1,025.434	0.001	-1,939.521	2,964.957
Mar	1,064.273	1,064.273	0.001	-1,955.041	3,019.314
Abr	1,046.382	1,046.382	0.001	-2,002.573	3,048.956
May	1,057.904	1,057.904	0.000	-1,964.388	3,022.292
Jun	1,054.391	1,054.390	0.000	-1,993.878	3,048.269
Jul	1,073.443	1,071.939	1.504	-2,035.404	3,108.847
Ago	1,079.657	1,078.994	0.664	-2,062.056	3,141.714
Sep	1,073.234	1,072.557	0.677	-2,002.888	3,076.122
Oct	1,095.608	1,095.608	0.000	-1,831.832	2,927.440
Nov	1,118.916	1,118.916	0.000	-1,745.622	2,864.539
Dic	1,241.685	1,239.327	2.358	-1,822.182	3,063.867

1/ Billetes y monedas en poder del público y en caja de los bancos.

2/ Los activos internacionales netos se definen como la reserva internacional bruta más los créditos a bancos centrales a más de seis meses, a lo que se restan los adeudos con el FMI y con bancos centrales a menos de seis meses.

Fuente: Banco de México.

Cuadro A 30
Agregados Monetarios M1, M2, M3 y M4
 Saldos en miles de millones de pesos

	Diciembre					
	2010	2011	2012	2013	2014	2015
1. Billetes y Monedas en Poder del Público	599.4	665.9	734.0	792.9	928.8	1,088.1
2. Cuenta de Cheques en Moneda Nacional	794.1	934.7	979.4	1,082.7	1,215.3	1,334.7
3. Cuenta de Cheques en Moneda Extranjera	128.1	132.9	163.6	189.0	232.5	333.1
4. Depósitos en Cuenta Corriente	304.4	341.1	393.2	438.0	490.1	581.5
5. Depósitos a la Vista en Entidades de Ahorro y Crédito Popular	7.3	8.6	9.8	11.1	12.6	14.5
6. M1=(1+2+3+4+5)	1,833.3	2,083.2	2,280.0	2,513.8	2,879.2	3,351.9
7. Captación Bancaria de Residentes	1,213.3	1,289.4	1,387.4	1,459.4	1,583.0	1,747.6
8. Captación de Entidades de Ahorro y Crédito Popular	46.8	49.9	54.2	69.0	76.3	84.9
9. Valores Públicos en Poder de Residentes ^{1/}	2,873.8	3,274.0	3,583.9	3,913.8	4,393.0	4,344.5
Valores del Gobierno Federal	1,866.7	2,126.5	2,328.9	2,529.1	2,889.7	2,886.3
Valores emitidos por el Banco de México (BREMS)	1.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Valores IPAB	537.8	599.7	660.8	693.7	733.5	631.6
Otros Valores Públicos	468.3	547.8	594.2	691.0	769.7	826.7
10. Valores Privados ^{1/}	332.0	383.2	391.9	435.3	429.2	508.6
11. Fondos para la Vivienda y Otros ^{2/}	908.6	986.1	1,042.8	1,116.1	1,179.1	1,264.2
12. M2=(6+7+8+9+10+11)	7,207.8	8,065.7	8,740.2	9,507.3	10,539.7	11,301.7
13. Captación Bancaria de no Residentes	108.1	126.3	119.8	136.2	165.2	147.0
14. Valores Públicos en Poder de no Residentes	636.1	1,035.0	1,714.0	1,922.7	2,284.5	2,277.1
15. M3=(12+13+14)	7,952.0	9,227.1	10,573.9	11,566.2	12,989.4	13,725.8
16. Captación de Sucursales y Agencias de Bancos Mexicanos en el Exterior proveniente de Residentes	43.1	32.0	22.6	19.3	22.6	25.7
17. Captación de Sucursales y Agencias de Bancos Mexicanos en el Exterior proveniente de no Residentes	42.1	71.5	88.4	73.2	95.5	106.6
18. M4=(15+16+17)	8,037.2	9,330.6	10,684.9	11,658.7	13,107.5	13,858.0

Nota: Los saldos pueden no coincidir con las sumas de sus componentes debido al redondeo de las cifras.

1/ Incluye la tenencia de las Sociedades de Inversión Especializadas en Fondos para el Retiro (SIEFORES).

2/ Incluye fondos para la vivienda (Infonavit y Fovissste) y los fondos para el retiro distintos de los invertidos por las SIEFORES, en particular la cuenta concentradora en Banco de México y los fondos para el retiro de los asegurados del ISSSTE.

Fuente: Banco de México.

Cuadro A 31
Resultados de la Encuesta de Evaluación Coyuntural del Mercado Crediticio ^{1/}

Concepto	Total					4to. Trimestre de 2015				
	2014	2015				Por Tamaño		Por Actividad Económica ^{2/}		
	4to.	1er.	2do.	3er.	4to.	Hasta 100 Empleados	Más de 100 Empleados	Manufacturas	Servicios y Comercio	Resto
FINANCIAMIENTO TOTAL										
<i>Por ciento de Empresas</i>										
Empresas que Utilizaron algún Tipo de Financiamiento: ^{3/}	86.6	84.9	86.4	83.5	87.3	82.8	90.0	93.4	87.6	62.0
Fuente: ^{4/}										
De Proveedores	79.4	79.0	77.9	74.9	74.6	77.6	72.8	85.1	73.5	42.9
De la Banca Comercial	34.4	36.2	36.9	36.5	41.4	32.5	46.7	36.3	45.3	33.3
De la Banca Domiciliada en el Extranjero	8.0	6.7	7.7	6.3	6.3	3.0	8.2	6.0	7.0	2.2
De Empresas del Grupo Corporativo/Oficina Matriz	24.2	24.6	21.9	18.9	20.4	11.1	26.0	25.5	19.4	8.9
De la Banca de Desarrollo	5.9	5.4	5.4	6.3	5.7	3.5	6.9	6.2	5.5	5.1
Mediante Emisión de Deuda	2.3	3.5	1.7	2.9	1.7	0.0	2.7	0.7	2.4	0.0
Empresas que Otorgaron algún Tipo de Financiamiento: ^{3/}	77.4	80.3	80.7	79.3	79.6	75.8	81.9	88.8	79.1	49.3
Destino: ^{4/}										
A Clientes	75.2	78.5	78.8	77.5	75.9	72.1	78.1	85.5	75.1	45.5
A Proveedores	12.1	17.9	13.3	10.4	13.6	6.2	18.0	18.4	11.6	9.4
A Empresas del Grupo Corporativo	13.1	13.3	16.8	11.6	15.6	12.6	17.4	19.8	14.9	4.8
A Otros	0.3	0.6	0.3	0.4	0.1	0.2	0.1	0.0	0.0	1.6
Plazo Promedio del Financiamiento Otorgado en Días:										
A Clientes	62	64	60	58	55	46	60	51	58	57
A Proveedores	51	42	54	50	58	46	60	59	58	52
A Empresas del Grupo Corporativo	94	101	84	69	69	81	64	75	65	64
Empresas que Esperan Solicitar Financiamiento de la Banca Comercial en el Próximo Trimestre: ^{3/}	38.8	36.7	35.4	37.1	33.8	26.7	38.1	32.9	36.6	17.6

1/ Muestra con cobertura nacional de por lo menos 450 empresas. La respuesta es voluntaria y confidencial.

2/ Los sectores de manufacturas y de servicios y comercio son los únicos representativos a nivel nacional.

3/ A partir del comunicado de prensa del primer trimestre de 2010, los resultados se presentan como por ciento del total de empresas. En los comunicados de prensa anteriores esta información se presentaba en por ciento de respuestas.

4/ La suma de los porcentajes puede ser superior a 100 ya que las empresas pueden elegir más de una opción.

Fuente: Banco de México.

Cuadro A 32
Resultados de la Encuesta de Evaluación Coyuntural del Mercado Crediticio ^{1/}

Concepto	Total					4to. Trimestre de 2015				
	2014		2015			Por Tamaño		Por Actividad Económica ^{2/}		
	4to.	1er.	2do.	3er.	4to.	Hasta 100 Empleados	Más de 100 Empleados	Manufacturas	Servicios y Comercio	Resto
MERCADO DE CRÉDITO BANCARIO ^{3/}										
<i>Por ciento de Empresas</i>										
Empresas con Endeudamiento Bancario al Inicio del Trimestre:	43.9	47.5	48.6	49.6	49.8	45.3	52.5	46.2	53.0	41.0
Empresas que Utilizaron Nuevos Créditos Bancarios: ^{4/}	20.0	23.0	26.5	24.6	25.1	16.9	30.0	23.1	27.2	18.2
Destino del Crédito Bancario: ^{5/}										
Capital de Trabajo	74.7	81.2	77.3	75.5	71.8	75.6	70.5	76.2	68.8	82.8
Reestructuración de Pasivos	7.3	5.1	11.1	9.4	9.4	9.1	9.5	17.2	6.0	8.4
Operaciones de Comercio Exterior	1.5	6.1	2.4	1.6	1.7	0.0	2.3	3.0	1.3	0.0
Inversión	21.9	19.3	15.1	19.2	22.0	7.4	27.0	22.1	22.3	18.5
Otros Propósitos	1.8	1.8	1.5	2.8	3.9	9.2	2.2	3.0	4.2	5.9
Percepción sobre las Condiciones de Acceso al Crédito Bancario:										
Índices de Difusión ^{6/}										
Montos Ofrecidos	52.1	57.6	61.4	58.0	62.8	60.5	63.6	56.0	66.6	46.7
Plazos Ofrecidos	59.0	58.5	62.2	57.8	59.1	58.5	59.3	52.6	62.6	47.2
Requerimientos de Colateral	42.5	43.2	44.1	44.8	47.3	37.2	50.6	43.7	48.9	44.7
Tiempos de Resolución del Crédito	45.4	46.2	49.8	46.2	51.9	56.0	50.6	46.1	54.7	47.0
Condiciones para Refinanciar Créditos	49.2	45.8	47.3	45.9	52.0	50.7	52.4	49.3	53.2	49.8
Otros Requisitos Solicitados por la Banca	44.5	42.0	45.9	45.2	49.4	43.6	51.4	47.8	50.1	48.7
Percepción sobre las Condiciones de Costo del Crédito Bancario:										
Índices de Difusión ^{7/}										
Tasas de Interés Bancarias	53.1	50.9	56.3	51.3	43.7	36.1	46.1	37.2	46.8	42.0
Comisiones y Otros Gastos	47.9	50.4	48.7	46.2	43.0	35.3	45.2	40.8	44.5	35.2
Empresas que no Utilizaron Nuevos Créditos Bancarios: ^{4/}	80.0	77.0	73.5	75.4	74.9	83.1	70.0	76.9	72.8	81.8
Lo Solicitaron y está en Proceso de Autorización	2.6	4.5	2.2	3.3	1.5	2.0	1.1	0.7	1.6	3.0
Lo Solicitaron y fue Rechazado	1.5	1.0	1.8	1.8	1.7	4.0	0.3	0.9	1.7	4.4
Lo Solicitaron, pero lo Rechazaron porque era muy Caro	0.5	0.9	1.0	0.6	0.3	0.1	0.4	0.0	0.4	0.3
No Solicitaron	75.5	70.7	68.5	69.7	71.4	77.1	68.1	75.3	69.1	74.0
Factores Limitantes para Solicitar o Utilizar Nuevos Créditos: ^{8/}										
Situación Económica General	45.7	52.8	46.1	46.5	50.3	55.9	46.3	48.1	49.1	65.3
Acceso a Apoyo Público	36.4	45.9	34.1	36.1	41.8	46.5	38.5	35.3	42.3	62.1
Ventas y Rentabilidad de su Empresa	34.1	43.3	35.4	38.9	41.0	46.8	36.8	36.9	41.2	53.8
Capitalización de su Empresa	30.0	35.6	32.6	33.4	40.8	44.7	38.0	39.2	40.1	50.9
Historia Crediticia de su Empresa	26.6	32.1	25.8	26.4	27.8	30.2	26.1	26.8	25.8	43.4
Disposición de los Bancos a Otorgar Créditos	35.0	43.3	36.5	35.0	42.5	49.1	37.8	37.3	43.2	56.4
Dificultades para el Pago del Servicio de la Deuda Bancaria Vig.	29.4	32.0	28.0	28.3	32.1	30.7	33.2	24.9	33.1	51.4
Tasas de Interés del Mercado de Crédito Bancario	42.1	51.8	42.8	43.1	50.7	55.8	47.0	49.7	49.3	62.8
Condiciones de Acceso al Crédito Bancario	39.8	51.0	42.6	41.2	44.8	49.5	41.5	39.1	45.6	60.2
Montos Exigidos como Colateral para Acceder al Financ. Banc.	39.8	48.8	38.4	40.4	45.0	46.9	43.7	44.9	42.7	60.5
Total de Empresas:										
Las Condiciones de Acceso y Costo del Mercado de Crédito Bancario son una Limitante para la Operación de su Empresa:										
Mayor Limitante	13.9	18.3	16.3	18.0	18.6	23.2	15.8	15.5	19.8	22.1
Menor Limitante	33.2	32.1	28.8	32.9	33.8	34.3	33.5	31.7	34.2	38.8
Ninguna Limitante	52.9	49.6	54.9	49.1	47.6	42.5	50.7	52.8	46.1	39.1

1/ Muestra con cobertura nacional de por lo menos 450 empresas. La respuesta es voluntaria y confidencial.

2/ Los sectores de manufacturas y de servicios y comercio son los únicos representativos a nivel nacional.

3/ El mercado de crédito bancario incluye la banca comercial, la banca de desarrollo y la banca domiciliada en el extranjero.

4/ A partir del comunicado de prensa del primer trimestre de 2010, los resultados se presentan como por ciento del total de empresas. En los comunicados de prensa anteriores esta información se presentaba en por ciento de respuestas. La suma de las partes puede no coincidir debido al redondeo.

5/ La suma de los porcentajes puede ser superior a 100 ya que las empresas pueden elegir más de una opción.

6/ Índice de difusión. Definido como la suma del porcentaje de empresas que mencionó que hubo condiciones más accesibles, más la mitad del porcentaje de empresas que indicó que no hubo cambios en las condiciones de acceso. Bajo esta métrica, cuando el valor del índice de difusión es superior (inferior) a 50 significa que un mayor número de empresas señaló que percibió condiciones más accesibles (menos accesibles) en la variable relevante, en comparación a la situación observada en el trimestre previo.

7/ Índice de difusión. Definido como la suma del porcentaje de empresas que mencionó que hubo condiciones menos costosas, más la mitad del porcentaje de empresas que indicó que no hubo cambio. Bajo esta métrica, cuando el valor del índice de difusión es superior (inferior) a 50 significa que un mayor número de empresas señaló que percibió condiciones menos costosas (más costosas) en la variable relevante, en comparación a la situación observada en el trimestre previo.

8/ Del conjunto de posibles limitantes, cada empresa califica el grado de cada factor (muy limitante, relativamente limitante o nada limitante), por lo que la suma de los porcentajes de todos los factores puede ser superior a 100. Además, el porcentaje de cada factor incluye la suma de las calificaciones muy limitante y relativamente limitante.

Fuente: Banco de México.

Cuadro A 33
Financiamiento Total al Sector Privado No Financiero
 Información trimestral
 Saldos en millones de pesos

	Financiamiento Externo				Financiamiento Interno				
	Financiamiento Total	Crédito Externo 1/	Emisión de Deuda Colocada en el Exterior 2/	De Bancos Comerciales 3/	De Bancos de Desarrollo 3/	De Intermediarios No Bancarios 3/	Emisión de Instrumentos de Deuda 4/	Infonavit 5/	Fovissste 6/
2012									
Mar	4,671,361	438,813	549,323	1,930,665	143,837	325,026	310,820	827,312	145,566
Jun	4,829,627	486,406	564,747	1,989,286	157,066	347,733	306,018	832,435	145,935
Sep	4,948,994	439,139	639,612	2,036,630	160,451	361,077	314,601	852,795	144,690
Dic	5,065,035	446,542	675,947	2,100,728	166,342	371,056	303,330	858,099	142,992
2013									
Mar	5,079,319	408,780	659,123	2,118,775	170,302	350,313	317,217	903,957	150,853
Jun	5,272,712	437,943	729,246	2,174,878	179,992	359,996	339,525	906,493	144,639
Sep	5,498,489	448,735	834,945	2,239,188	191,887	370,064	338,236	926,104	149,331
Dic	5,725,036	489,655	912,461	2,325,652	210,690	385,521	343,887	917,791	139,379
2014									
Mar	5,809,054	511,189	913,825	2,321,503	218,023	385,324	349,196	968,476	141,517
Jun	5,959,869	527,349	976,070	2,377,230	225,982	401,339	345,708	964,300	141,890
Sep	6,127,021	546,976	1,018,753	2,413,903	240,718	416,515	352,656	985,945	151,555
Dic	6,409,948	665,064	1,089,965	2,495,243	263,460	425,942	337,642	991,881	140,752
2015									
Mar	6,552,108	639,740	1,097,389	2,551,123	270,649	432,244	356,097	1,050,677	154,188
Jun	6,767,994	675,127	1,174,112	2,617,241	286,548	441,461	371,722	1,051,845	149,939
Sep	7,207,004	770,776	1,248,286	2,737,880	305,807	520,750	396,440	1,074,072	152,994
Dic	7,402,668	779,496	1,279,299	2,845,992	330,417	540,917	397,856	1,074,863	153,828

Nota: Cifras sujetas a revisión. Los saldos pueden no coincidir con las sumas de sus componentes en virtud del redondeo de las cifras.

- 1/ Anteriormente, este concepto se denominaba como Financiamiento Externo Directo. Los datos de esta serie incluyen el crédito otorgado por proveedores extranjeros a empresas nacionales, el crédito de la banca comercial externa y otros acreedores. En febrero de 2016, las cifras de Crédito Externo fueron actualizadas, debido a reemplazo de información del reporte de créditos de la banca comercial extranjera proveniente de la encuesta. Esta modificación se hace retroactiva a partir de marzo de 2014 y afecta a la serie de Crédito Externo, así como a las series de las que forma parte. Fuente: La información de proveedores extranjeros se obtiene de los balances de las empresas emisoras que cotizan en la Bolsa Mexicana de Valores (BMV), mientras que el crédito de la banca comercial extranjera es de la encuesta del Banco de México: "Outstanding Consolidated Claims on Mexico".
- 2/ Papel comercial, bonos y colocaciones en el exterior. En febrero de 2016, las cifras de emisión externa fueron revisadas de manera retroactiva a partir de marzo de 2006. Esta modificación afecta a la serie de Emisión de deuda colocada en el exterior, así como a las series de las que forma parte. Fuente: Banco de México.
- 3/ Incluye cartera de crédito total directa (vigente y vencida). En el caso de la banca comercial y de desarrollo se incorpora la cartera asociada a programas de reestructura (UDIs y ADES). En la banca de desarrollo, en octubre de 2015 se reclasificó parte del saldo de crédito del sector Empresas y personas físicas con actividad empresarial a Otros sectores, con retroactividad al mes de agosto de 2012. Ello, derivado de la retransmisión de información por parte de un banco de desarrollo, el cual reclasificó el destino de una parte de su cartera de crédito. Fuente: Banco de México.
- 4/ Cálculos de Banco de México con base en información de S.D. INDEVAL S.A. de C.V.
- 5/ Corresponde a la cartera hipotecaria vigente y vencida del Instituto del Fondo Nacional de la Vivienda para los Trabajadores (Infonavit). Fuente: Catálogo Mínimo de la CNBV.
- 6/ Corresponde a la cartera hipotecaria vigente y vencida del Fondo de Vivienda del Instituto de Seguridad y Servicios Sociales de los Trabajadores del Estado (Fovissste). Fuente: Catálogo Mínimo de la CNBV.

Cuadro A 34
Matriz de Flujo de Fondos del Sistema Financiero Institucional para Enero - Diciembre de 2015 ^{1/}
Flujos como por ciento del PIB ^{2/}

	Sector Privado Residente del País ^{3/}			Estados y Municipios ^{4/}			Sector Público ^{5/}			Sector Bancario ^{6/}			Sector Externo		
	Uso de Recursos (Activo)	Fuente de Recursos (Pasivo)	Financ. Neto Recibido	Uso de Recursos (Activo)	Fuente de Recursos (Pasivo)	Financ. Neto Recibido	Uso de Recursos (Activo)	Fuente de Recursos (Pasivo)	Financ. Neto Recibido	Uso de Recursos (Activo)	Fuente de Recursos (Pasivo)	Financ. Neto Recibido	Uso de Recursos (Activo)	Fuente de Recursos (Pasivo)	Financ. Neto Recibido
	a	b	c = b - a	d	e	f = e - d	g	h	i = h - g	j	k	l = k - j	m	n	o = n - m
1. Variación en Instrumentos Financieros Internos (2 + 7 + 8 + 9)	6.1	5.8	-0.4	0.1	0.2	0.1	0.9	2.9	2.0	5.4	3.8	-1.6	0.1		-0.1
2. Instrumentos Financieros	6.1	0.9	-5.2	0.1	0.0	-0.1	0.2	2.5	2.3	0.6	3.3	2.7	-0.2		0.2
3. Billetes y Monedas	0.9		-0.9								0.9	0.9			
4. Instrumentos de Captación Bancaria	2.4		-2.4	0.1		-0.1	0.2		-0.2		2.5	2.5	-0.2		0.2
4.1 Empresas y Otras Instituciones ^{7/}	1.4		-1.4	0.1		-0.1	0.2		-0.2		1.4	1.4	-0.2		0.2
4.2 Personas Físicas	1.0		-1.0								1.0	1.0			
5. Emisión de Valores ^{8/}	2.3	0.4	-1.9		0.0	0.0		2.5	2.5	0.6	0.0	-0.6	0.0		0.0
6. Fondos de Pensión y Vivienda ^{9/}	0.5	0.5	-0.1					0.1	0.1						
7. Financiamiento	1.7	1.0	0.7		0.2	0.2	0.4	0.6	0.2	2.4	0.4	-2.0			
7.1 Empresas y Otras Instituciones ^{10/}	1.0	1.0	0.0		0.2	0.2	0.4	0.6	0.2	1.7	0.4	-1.3			
7.2 Hogares	0.7		0.7							0.7		-0.7			
8. Mercado Accionario	0.4		0.4							0.1		-0.1	0.3		-0.3
9. Otros conceptos del Sistema Financiero ^{11/}	2.8		2.8				0.3	-0.2	-0.6	2.2		-2.2			
10. Variación en Instrumentos Financieros Externos (11 + 12 + 13 + 14 + 15)	1.2	1.1	0.0				-0.1	1.3	1.4	-1.6	0.0	1.6	2.4	-0.5	-2.9
11. Inversión Extranjera Directa		2.5	2.5										2.5		-2.5
12. Financiamiento del Exterior		0.2	0.2					1.3	1.3		0.0	0.0	1.5		-1.5
13. Activos en el Exterior	1.2		-1.2				-0.1		0.1	-0.1		0.1		1.0	1.0
14. Reserva Internacional del Banco de México											-1.5	1.5		-1.5	-1.5
15. Errores y Omisiones (Balanza de Pagos)		-1.5	-1.5										-1.5	-1.5	1.5
16. Discrepancia Estadística^{12/}		-0.2	-0.2										-0.2		0.2
17. Variación Total en Instrumentos Financieros (1+ 10 +16)	7.3	6.7	-0.6	0.1	0.2	0.1	0.9	4.2	3.3	3.8	3.8	0.0	2.3	-0.5	-2.8 ^{13/}

1/ Cifras preliminares. La suma de las partes puede no coincidir debido al redondeo.

2/ Se elimina el efecto de las variaciones del tipo de cambio del peso mexicano con el dólar de los Estados Unidos.

3/ El sector privado incluye empresas, personas físicas, intermediarios financieros no bancarios.

4/ Las columnas de Estados y municipios reportan la posición de estos con respecto al sector bancario y el mercado de deuda.

5/ El sector público medido como el cambio en la posición financiera a valor de mercado del sector público.

6/ El sector bancario consolida al Banco de México, a la banca de desarrollo y a la banca comercial (incluyendo sus agencias en el exterior). Por construcción, este sector tiene una posición neta total de cero (renglón 17), por tratarse de intermediarios financieros. Para la consolidación de los flujos financieros del sector bancario, se utilizaron las estadísticas de recursos y obligaciones de la banca comercial, la banca de desarrollo y del Banco de México.

7/ Para la columna del sector privado, además de las empresas incluye a los intermediarios financieros no bancarios.

8/ Incluye valores gubernamentales, valores del IPAB, BREMS, valores privados y valores de estados y municipios, así como los valores en poder de las SIEFORES.

9/ Incluye los fondos para el retiro del ISSSTE y del IMSS en Banco de México, así como los fondos de vivienda.

10/ Para la columna del sector privado, además de las empresas incluye a las personas físicas con actividad empresarial, a los intermediarios financieros no bancarios y los títulos asociados a los programas de reestructura.

11/ Incluye activos no sectorizados, activos en bienes inmuebles y otros, así como cuentas de capital y de resultados del sector bancario.

12/ Diferencia existente entre la información financiera y la de balanza de pagos.

13/ Corresponde a la cuenta corriente reportada en la balanza de pagos. Un resultado negativo significa un financiamiento del sector externo a la economía doméstica (superávit para el sector externo), que es equivalente al déficit en cuenta corriente del país.

Fuente: Banco de México.

Cuadro A 35
Subasta de Regulación Monetaria (BONDES D)
 A un año
 Resultados de la subasta semanal

	Plazo en Días	Monto en Millones de Pesos			Precio			
		Ofrecido	Colocado	Demandado	Ponderado de Colocación	Máximo	Mínimo Asignado	Mínimo
08/01/2015	364	2,000	2,000	6,410	99.86547	99.87001	99.86052	99.82320
15/01/2015	357	2,000	2,000	14,485	99.88323	99.88366	99.88270	98.87781
22/01/2015	350	2,000	2,000	11,923	99.89456	99.89456	99.89456	99.82989
29/01/2015	343	2,000	2,000	10,710	99.90079	99.90367	99.90010	99.87803
05/02/2015	336	2,000	2,000	12,279	99.90479	99.90884	99.90387	99.85736
12/02/2015	329	2,000	2,000	7,370	99.90358	99.90980	99.90306	99.86028
19/02/2015	322	2,000	2,000	4,799	99.89847	99.89847	99.89406	99.85090
26/02/2015	315	2,000	2,000	8,132	99.90193	99.90193	99.90193	99.87041
05/03/2015	364	2,000	2,000	10,630	99.88296	99.88296	99.88296	99.82112
12/03/2015	357	2,000	2,000	6,600	99.89005	99.89005	99.89005	99.86320
19/03/2015	350	2,000	2,000	11,700	99.89417	99.89420	99.89364	90.00000
26/03/2015	343	2,000	2,000	4,000	99.89925	99.90000	99.89900	90.00000
01/04/2015	337	2,000	2,000	20,700	99.89659	99.89843	99.89613	99.86152
09/04/2015	364	2,000	2,000	6,064	99.88651	99.88823	99.88554	99.86059
16/04/2015	357	2,000	2,000	5,280	99.88786	99.89589	99.88760	99.85834
23/04/2015	350	2,000	2,000	8,869	99.89059	99.89273	99.88937	99.86107
30/04/2015	343	2,000	2,000	6,633	99.88797	99.88822	99.88740	99.86006
07/05/2015	336	2,000	2,000	4,438	99.88748	99.88958	99.88720	99.86224
14/05/2015	329	2,000	2,000	7,250	99.88660	99.88865	99.88500	99.86490
21/05/2015	322	2,000	2,000	6,300	99.87713	99.88173	99.87647	99.85972
28/05/2015	315	2,000	2,000	6,950	99.87933	99.88200	99.87903	99.86223
04/06/2015	308	2,000	2,000	6,700	99.88289	99.88289	99.88289	99.86484
11/06/2015	301	2,000	2,000	5,850	99.88621	99.88621	99.88621	99.86790
18/06/2015	294	2,000	2,000	5,100	99.89190	99.89365	99.89123	99.87340
25/06/2015	287	2,000	2,000	5,300	99.88577	99.88600	99.88573	99.30000
02/07/2015	280	1,000	1,000	3,445	99.90441	99.90487	99.90410	99.88549
09/07/2015	364	1,000	1,000	12,643	99.87273	99.87314	99.87255	99.85164
16/07/2015	357	1,000	1,000	3,800	99.87476	99.87540	99.87410	99.85859
23/07/2015	350	1,000	1,000	1,300	99.87548	99.87600	99.87542	99.87542
30/07/2015	343	1,000	1,000	2,250	99.87905	99.88260	99.87787	99.80000
06/08/2015	336	1,000	1,000	1,450	99.88316	99.88316	99.88316	99.87940
13/08/2015	329	1,000	1,000	6,200	99.89508	99.89553	99.89463	99.87380
20/08/2015	322	1,000	1,000	3,340	99.90316	99.90390	99.90285	99.89624
27/08/2015	315	1,000	1,000	3,728	99.91019	99.91022	99.90710	99.90063
03/09/2015	308	1,000	1,000	2,300	99.91219	99.91233	99.91213	99.89860
10/09/2015	301	1,000	1,000	2,000	99.91300	99.91424	99.91176	99.90000
17/09/2015	294	1,000	1,000	2,200	99.89914	99.89927	99.89912	99.87090
24/09/2015	287	1,000	1,000	64,100	99.90806	99.90834	99.90778	99.00000
01/10/2015	364	500	500	4,200	99.90037	99.90037	99.90037	99.89538
08/10/2015	357	500	500	1,750	99.90713	99.90713	99.90713	99.90224
15/10/2015	350	500	500	4,176	99.91066	99.91088	99.91000	99.90508
22/10/2015	343	500	500	8,100	99.88700	99.88720	99.88670	99.87870
29/10/2015	336	500	500	1,000	99.89181	99.89181	99.89181	99.87110
05/11/2015	329	500	500	850	99.89538	99.89628	99.89403	99.89178
12/11/2015	322	500	500	2,350	99.89550	99.89584	99.89500	99.89232
19/11/2015	315	500	500	1,000	99.89381	99.89632	99.88810	99.88760
26/11/2015	308	500	500	500	99.88160	99.88160	99.88160	99.88160
03/12/2015	301	500	500	800	99.88330	99.88350	99.88300	99.88300
10/12/2015	294	500	500	5,935	99.88662	99.88662	99.88662	90.00000
17/12/2015	287	500	500	1,150	99.88174	99.88190	99.88160	99.87557
24/12/2015	280	500	500	2,300	99.88017	99.88017	99.88017	99.87138
31/12/2015	273	500	500	1,856	99.89016	99.89045	99.88945	99.85016

Continúa

Continuación

Subasta de Regulación Monetaria (BONDES D)

A tres años

Resultados de la subasta semanal

	Monto en Millones de Pesos				Precio			
	Plazo en Días	Ofrecido	Colocado	Demandado	Ponderado de Colocación	Máximo	Mínimo Asignado	Mínimo
08/01/2015	1,078	2,000	2,000	28,160	99.38583	99.39280	99.38560	99.00000
15/01/2015	1,071	2,000	2,000	37,858	99.44500	99.44500	99.44500	99.20000
22/01/2015	1,064	2,000	2,000	14,350	99.47769	99.47800	99.47767	99.41041
29/01/2015	1,057	2,000	2,000	16,535	99.48473	99.48514	99.48377	99.40000
05/02/2015	1,050	2,000	2,000	11,273	99.48189	99.48210	99.48110	99.45749
12/02/2015	1,043	2,000	2,000	6,400	99.47386	99.47400	99.47385	99.43520
19/02/2015	1,092	2,000	2,000	12,400	99.40630	99.40630	99.40630	99.36390
26/02/2015	1,085	2,000	2,000	10,759	99.42168	99.42484	99.42050	99.39617
05/03/2015	1,078	2,000	2,000	2,700	99.43163	99.43227	99.43150	99.40000
12/03/2015	1,071	2,000	2,000	7,500	99.43938	99.44190	99.43820	99.41909
19/03/2015	1,064	2,000	2,000	9,200	99.44619	99.45000	99.43874	99.40500
26/03/2015	1,057	2,000	2,000	8,000	99.44101	99.44500	99.43650	99.41231
01/04/2015	1,051	2,000	2,000	7,196	99.42045	99.42164	99.42000	99.30000
09/04/2015	1,043	2,000	2,000	8,500	99.39471	99.41870	99.39001	99.34000
16/04/2015	1,036	2,000	2,000	7,922	99.38855	99.39000	99.38500	99.35517
23/04/2015	1,092	2,000	2,000	10,535	99.35539	99.38966	99.35159	99.33001
30/04/2015	1,085	2,000	2,000	7,983	99.34113	99.34119	99.34019	99.31096
07/05/2015	1,078	2,000	2,000	13,759	99.33327	99.33400	99.33300	99.25000
14/05/2015	1,071	2,000	2,000	8,750	99.33320	99.33320	99.33320	99.20549
21/05/2015	1,064	2,000	2,000	6,849	99.35602	99.35602	99.35602	99.31271
28/05/2015	1,057	2,000	2,000	7,200	99.39000	99.39000	99.39000	99.34141
04/06/2015	1,050	2,000	2,000	10,072	99.38892	99.40805	99.38720	99.37389
11/06/2015	1,043	2,000	2,000	17,200	99.42500	99.42500	99.42500	99.38474
18/06/2015	1,092	2,000	2,000	6,300	99.39383	99.39500	99.39354	99.35000
25/06/2015	1,085	2,000	2,000	13,900	99.37272	99.39508	99.36127	99.10000
02/07/2015	1,078	1,000	1,000	16,600	99.45262	99.45441	99.45185	99.43580
09/07/2015	1,071	1,000	1,000	10,600	99.45506	99.45833	99.45409	99.43288
16/07/2015	1,064	1,000	1,000	3,100	99.45339	99.45600	99.45300	99.42253
23/07/2015	1,057	1,000	1,000	7,600	99.44755	99.45351	99.44500	99.42000
30/07/2015	1,050	1,000	1,000	2,700	99.44015	99.44150	99.43880	99.43609
06/08/2015	1,043	1,000	1,000	4,399	99.44495	99.44495	99.44495	99.43243
13/08/2015	1,036	1,000	1,000	9,700	99.45897	99.45897	99.45897	99.41680
20/08/2015	1,092	1,000	1,000	9,350	99.42782	99.42789	99.42700	99.41400
27/08/2015	1,085	1,000	1,000	16,309	99.39669	99.39903	99.39618	99.35000
03/09/2015	1,078	1,000	1,000	9,249	99.39099	99.39156	99.39090	99.32973
10/09/2015	1,071	1,000	1,000	6,025	99.40382	99.40400	99.40340	99.38940
17/09/2015	1,064	1,000	1,000	8,087	99.39093	99.39100	99.39002	99.25000
24/09/2015	1,057	1,000	1,000	6,388	99.39484	99.39520	99.39420	99.34701
01/10/2015	1,050	500	500	3,300	99.46674	99.46674	99.46674	99.44562
08/10/2015	1,043	500	500	2,849	99.47720	99.47900	99.47600	99.45000
15/10/2015	1,036	500	500	1,000	99.49079	99.49080	99.49079	99.47713
22/10/2015	1,029	500	500	5,200	99.44537	99.45368	99.43290	99.00000
29/10/2015	1,022	500	500	2,200	99.45732	99.45750	99.45720	99.38500
05/11/2015	1,015	500	500	3,150	99.46571	99.46716	99.45990	98.97000
12/11/2015	1,064	500	500	3,000	99.41500	99.41500	99.41500	99.40810
19/11/2015	1,057	500	500	2,730	99.43675	99.43700	99.43642	99.41238
26/11/2015	1,050	500	500	2,899	99.45206	99.45308	99.44800	99.42917
03/12/2015	1,043	500	500	2,000	99.46091	99.46091	99.46091	99.45236
10/12/2015	1,036	500	500	1,600	99.46486	99.46486	99.46486	99.00000
17/12/2015	1,092	500	500	1,000	99.45239	99.45239	99.45239	99.36620
24/12/2015	1,085	500	500	1,100	99.37098	99.37100	99.37098	99.27111
31/12/2015	1078	500	500	4,187	99.39568	99.39570	99.39500	99.34545

Continúa

Continuación

Subasta de Regulación Monetaria (BONDES D)

A cinco años

Resultados de la subasta semanal

	Monto en Millones de Pesos				Precio			
	Plazo en Días	Ofrecido	Colocado	Demandado	Ponderado de Colocación	Máximo	Mínimo Asignado	Mínimo
08/01/2015	1,792	2,000	2,000	31,100	98.90740	98.90770	98.90710	98.80000
15/01/2015	1,785	2,000	2,000	19,496	99.03226	99.98613	98.99530	98.00000
22/01/2015	1,778	2,000	2,000	23,150	99.02917	99.03001	99.02833	98.95000
29/01/2015	1,771	2,000	2,000	14,000	99.06629	99.06700	99.06620	99.02221
05/02/2015	1,820	2,000	2,000	10,342	98.98100	98.98100	98.98100	98.94143
12/02/2015	1,813	2,000	2,000	12,049	98.97755	98.97780	98.97680	98.88624
19/02/2015	1,806	2,000	2,000	16,550	98.96200	98.96200	98.96200	98.89370
26/02/2015	1,799	2,000	2,000	9,300	98.97533	98.97540	98.97510	98.94273
05/03/2015	1,792	2,000	2,000	14,150	98.99010	98.99010	98.99000	98.00000
12/03/2015	1,785	2,000	2,000	48,650	99.04935	99.04935	99.04935	99.00031
19/03/2015	1,778	2,000	2,000	6,800	99.04202	99.04300	99.04142	98.99396
26/03/2015	1,771	2,000	2,000	3,700	99.03410	99.03510	99.03260	98.90000
01/04/2015	1,765	2,000	2,000	5,200	99.01960	99.02600	99.00000	98.86734
09/04/2015	1,820	2,000	2,000	6,200	98.95260	98.95260	98.95260	98.75000
16/04/2015	1,813	2,000	2,000	6,100	98.90740	98.90740	98.90740	98.86128
23/04/2015	1,806	2,000	2,000	9,163	98.85393	98.87500	98.84603	98.83090
30/04/2015	1,799	2,000	2,000	10,173	98.84672	98.84710	98.84610	98.75000
07/05/2015	1,792	2,000	2,000	12,017	98.85300	98.85300	98.85300	98.76307
14/05/2015	1,785	2,000	2,000	10,650	98.82148	98.83156	98.81970	98.60000
21/05/2015	1,778	2,000	2,000	16,247	98.83302	98.83302	98.83102	98.76720
28/05/2015	1,771	2,000	2,000	32,665	98.87300	98.87300	98.87300	98.80000
04/06/2015	1,820	2,000	2,000	11,084	98.86491	98.86510	98.86490	98.70000
11/06/2015	1,813	2,000	2,000	10,657	98.90901	98.90903	98.90901	98.80000
18/06/2015	1,806	2,000	2,000	10,511	98.89371	98.89600	98.89200	98.80000
25/06/2015	1,799	2,000	2,000	10,643	98.87187	98.88138	98.87137	98.80000
02/07/2015	1,792	1,000	1,000	30,078	98.98739	98.98900	98.98721	98.94000
09/07/2015	1,785	1,000	1,000	5,500	98.97500	98.98062	98.97234	98.90000
16/07/2015	1,778	1,000	1,000	4,900	98.95060	98.95110	98.95010	98.85980
23/07/2015	1,771	1,000	1,000	2,250	98.93480	98.93480	98.93480	98.86975
30/07/2015	1,764	1,000	1,000	3,400	98.92470	98.92470	98.92470	98.90214
06/08/2015	1,820	1,000	1,000	4,950	98.86983	98.87115	98.86976	98.78500
13/08/2015	1,813	1,000	1,000	14,700	99.26856	99.88500	98.85628	98.76000
20/08/2015	1,806	1,000	1,000	7,053	98.87894	98.87910	98.87811	98.75000
27/08/2015	1,799	1,000	1,000	9,607	98.86929	98.86929	98.86929	98.75000
03/09/2015	1,792	1,000	1,000	5,910	98.87960	98.87960	98.87960	98.77514
10/09/2015	1,785	1,000	1,000	2,000	98.87690	98.87690	98.87690	98.87239
17/09/2015	1,778	1,000	1,000	3,695	98.83945	98.83950	98.83902	98.77203
24/09/2015	1,771	1,000	1,000	8,150	98.86340	98.86340	98.86340	90.00000
01/10/2015	1,820	500	500	7,385	98.92789	98.92789	98.92789	98.85000
08/10/2015	1,813	500	500	3,800	98.99282	98.99340	98.99050	98.90000
15/10/2015	1,806	500	500	6,310	99.02450	99.03074	99.01650	98.95000
22/10/2015	1,799	500	500	13,590	98.94786	99.03030	98.94000	98.50000
29/10/2015	1,792	500	500	19,600	98.96609	98.96800	98.96482	98.89000
05/11/2015	1,785	500	500	5,400	98.96548	98.96760	98.95700	98.90000
12/11/2015	1,778	500	500	3,600	98.94754	98.94825	98.94701	98.88365
19/11/2015	1,771	500	500	3,700	98.95469	98.95500	98.95416	98.91026
26/11/2015	1,764	500	500	9,056	98.95957	98.96000	98.95900	90.00000
03/12/2015	1,820	500	500	5,100	98.90801	98.90801	98.90801	98.83500
10/12/2015	1,813	500	500	8,810	98.87856	98.88270	98.87580	98.66084
17/12/2015	1,806	500	500	1,000	98.89526	98.89526	98.89526	98.80378
24/12/2015	1,799	500	500	1,600	98.77950	98.77950	98.77950	98.71955
31/12/2015	1,792	500	500	9,613	98.86945	98.87052	98.86860	98.80085

Fuente: Banco de México.

Cuadro A 36
Tasas de Interés Representativas
Rendimiento de los valores públicos
Tasas anuales en por ciento ^{1/}

	CETES ^{2/}				Bono a Tasa Fija					
	28 Días	91 Días	182 Días	364 Días	3 Años (1092 Días)	5 Años (1820 Días)	7 Años (2520 Días)	10 Años (3640 Días)	20 Años (7280 Días)	30 Años (10800 Días)
2004	6.82	7.10	7.38	7.74	8.25	8.75	9.30	9.54	10.45	
2005	9.20	9.33	9.30	9.28	9.11	9.14	9.34	9.42	9.81	
2006	7.19	7.30	7.41	7.51	7.71	7.86	8.19	8.39	8.55	8.08
2007	7.19	7.35	7.48	7.60	7.60	7.70		7.77	7.83	7.83
2008	7.68	7.89	8.02	8.09	8.00	8.24		8.36	8.55	8.44
2009	5.43	5.52	5.60	5.83	6.51	7.41		7.96	8.48	8.79
2010	4.40	4.57	4.68	4.86	5.59	6.35		6.95	7.60	7.85
2011	4.24	4.35	4.51	4.66	5.38	5.93		6.65	7.85	8.00
2012	4.24	4.38	4.51	4.63	4.89	5.09		5.60	6.79	6.80
2013	3.75	3.81	3.90	3.98	4.42	4.70		5.63	6.42	6.67
2014	3.00	3.12	3.23	3.35	4.72	4.88		6.01	6.74	7.02
2015	2.98	3.14	3.29	3.54	4.90	5.31		5.96	6.56	6.62
2013										
Ene	4.15	4.30	4.44	4.59	4.87	4.90		5.47	5.83	
Feb	4.19	4.19	4.25	4.32	4.51	4.68		5.03		6.10
Mar	3.98	4.00	4.09	4.22	4.44	4.63			5.69	5.88
Abr	3.82	3.89	3.97	4.11	4.27	4.15		5.00	5.37	
May	3.72	3.73	3.80	3.98	4.00	4.14		4.64	5.88	5.32
Jun	3.78	3.83	3.91	4.08	4.35	4.70		6.20		6.71
Jul	3.85	3.89	3.98	4.01	4.69				6.62	6.75
Ago	3.84	3.89	3.95	4.00	4.79			5.93	7.00	
Sep	3.64	3.68	3.75	3.71	4.34			6.13		7.67
Oct	3.39	3.47	3.55	3.53	4.04	4.79		5.97	6.94	7.30
Nov	3.39	3.48	3.56	3.60	4.35	5.22			7.24	7.65
Dic	3.29	3.41	3.51	3.64	4.38	5.12		6.33	7.18	
2014										
Ene	3.14	3.41	3.55	3.66	5.06	5.27		6.46		7.59
Feb	3.16	3.39	3.52	3.78	4.86	5.09			7.44	7.43
Mar	3.17	3.29	3.46	3.68	4.80	5.06		6.32	6.89	
Abr	3.23	3.37	3.49	3.66	4.72	5.07		6.15	7.12	7.20
May	3.28	3.42	3.51	3.61	4.70	4.80		5.87		6.94
Jun	3.02	3.08	3.17	3.10	4.57	4.57			6.53	6.65
Jul	2.83	2.90	2.99	3.03	4.42	4.53		5.69	6.40	
Ago	2.77	2.89	2.97	3.01	4.57	4.57		5.65		6.86
Sep	2.83	2.86	2.97	3.09	4.81	4.74			6.50	6.88
Oct	2.90	2.95	3.04	3.17	4.64	4.88		6.08	6.50	6.74
Nov	2.85	2.92	3.01	3.17	4.54			5.98	6.53	
Dic	2.81	2.92	3.02	3.22	4.92	5.12		5.90		6.92
2015										
Ene	2.67	2.91	3.01	3.23	4.69	4.58			6.37	6.00
Feb	2.81	2.94	3.09	3.21	4.93	5.05		5.31	6.24	
Mar	3.04	3.12	3.32	3.53	5.26	5.15		6.04		6.42
Abr	2.97	3.09	3.24	3.50	4.88	5.18		5.83	6.43	6.38
May	2.98	3.09	3.20	3.51	5.07	5.26			6.61	6.69
Jun	2.96	3.12	3.25	3.54	5.01	5.33		6.25	6.73	
Jul	2.99	3.13	3.28	3.63	4.89	5.46		6.07		6.76
Ago	3.04	3.35	3.45	3.70	5.01	5.59			6.56	6.68
Sep	3.10	3.33	3.46	3.72	4.80	5.67		6.07	6.72	
Oct	3.02	3.13	3.26	3.53	4.60	5.37			6.56	6.90
Nov	3.02	3.22	3.42	3.70	4.83	5.46		6.18		6.89
Dic	3.14	3.29	3.51	3.68	4.80	5.64			6.81	6.90

1/ Promedio simple.

2/ Tasa de colocación en subasta primaria en curva de 28, 91, 182 y 364 días, respectivamente.

Fuente: Banco de México.

Continúa

Continuación

Tasas de Interés Representativas
Rendimiento de los valores públicos
Tasas anuales en por ciento ^{1/}

	UDIBONOS ^{2/}				Sobretasa		
	3 Años (1092 Días)	10 Años (3640 Días)	20 Años (7280 Días)	30 Años (10800 Días)	BPA's ^{3/ 4/}	BPAT's ^{3/ 5/}	BPA 182 ^{3/ 6/}
					3 Años (1092 Días)	5 Años (1820 Días)	7 Años (2548 Días)
2004		4.79			0.38	0.40	0.38
2005		4.92			0.23	0.21	0.20
2006		4.17	4.34	4.41	0.20	0.20	0.20
2007	3.40	3.63	3.58	3.61	0.14	0.11	0.13
2008	3.48	4.04	3.75	4.21	0.22	0.18	0.19
2009	2.53	3.84		4.40	0.44	0.37	0.35
2010	1.47	2.79		3.66	0.26	0.22	0.22
2011	1.47	2.59		3.91	0.31	0.28	0.24
2012	0.99	1.97		3.12	0.38	0.36	0.25
2013	0.88	1.86		3.10			0.20
2014	0.92	2.56		3.55			0.00
2015	2.03	2.91		3.52			0.00
2013							
Ene	1.40	1.56		2.63			0.34
Feb	1.04	1.56		2.38			0.33
Mar	1.15	1.41		2.40			0.23
Abr	0.95	1.10		2.32			0.17
May	0.73	1.36		2.33			0.16
Jun	0.90	1.80		3.54			0.19
Jul	1.16	2.00		3.25			0.22
Ago	0.79	2.15		3.52			0.20
Sep	0.56	2.34		3.56			0.16
Oct	0.40	2.11		3.61			0.14
Nov	0.70	2.35		3.82			0.13
Dic	0.75	2.54		3.81			0.11
2014							
Ene	0.58	2.62		3.88			0.08
Feb	0.99	2.60		4.03			0.01
Mar	1.15	2.61		3.77			0.03
Abr	1.29	2.75		3.69			0.05
May	1.03	2.48		3.35			0.11
Jun	0.55	2.38		3.34			0.04
Jul	0.68	2.43		3.31			-0.03
Ago	0.75	2.36		3.25			-0.02
Sep	0.77	2.51		3.47			-0.03
Oct	0.88	2.64		3.37			-0.08
Nov	0.94	2.68		3.54			-0.08
Dic	1.45	2.65		3.64			-0.05
2015							
Ene	1.84	2.52		3.24			-0.12
Feb	2.00	2.62		3.10			-0.07
Mar	2.40	2.82		3.35			0.04
Abr	2.15	2.86		3.49			0.11
May	2.30	2.88		3.52			0.10
Jun	2.00	2.99		3.51			0.04
Jul	1.82	2.91		3.61			0.00
Ago	2.02	3.00		3.57			-0.04
Sep	1.74	2.99		3.60			-0.01
Oct	1.56	2.99		3.64			-0.02
Nov	1.94	3.02		3.68			-0.05
Dic	2.62	3.27		3.89			-0.01

1/ Promedio simple.

2/ Bonos de Desarrollo del Gobierno Federal denominados en Udis que pagan intereses a tasa fija.

3/ Bonos de Protección al Ahorro emitidos por el Instituto de Protección al Ahorro Bancario (IPAB).

4/ Sobretasa aplicable al rendimiento en el mercado primario de Cetes a 28 días.

5/ Sobretasa aplicable al rendimiento en el mercado primario de Cetes a 91 días.

6/ Sobretasa aplicable al rendimiento en el mercado primario de Cetes a 182 días.

Fuente: Banco de México.

Cuadro A 37
Tasas de Interés Representativas
 Costos de captación, tasas interbancarias, fondeo y valores privados de corto plazo
 Tasas anuales en por ciento ^{1/}

	Tasa Objetivo ^{2/}	Fondeo Ponderado		Tasas Interbancarias			Costos de Captación				Valores Privados Corto Plazo ^{3/}	
		Bancario	Gubernamental	TIE 28 Días	TIE 91 Días	Mexibor 91 Días ^{4/}	CCP	CCP-Dólares	CCP-Udis	CPP		CCP Banca de Desarrollo
2004		6.75	6.57	7.15	7.44	7.26	5.41	2.91	4.88	4.62	6.95	7.44
2005		9.30	9.00	9.61	9.63	9.50	7.64	3.61	5.50	6.47	9.46	9.70
2006		7.23	7.07	7.51	7.69	7.38	6.06	4.05	5.45	5.14	7.55	7.51
2007		7.23	7.12	7.66	7.78	7.24	5.99	4.44	4.93	5.00	7.47	7.56
2008	7.84	7.82	7.67	8.28	8.35		6.73	3.27	4.74	5.69	7.94	8.71
2009	5.59	5.62	5.55	5.93	5.93		5.07	2.62	4.67	4.25	6.06	7.07
2010	4.50	4.59	4.55	4.91	5.00		4.17	2.18	4.20	3.41	4.87	5.29
2011	4.50	4.48	4.46	4.82	4.86		4.18	2.15	3.89	3.34	4.67	4.92
2012	4.50	4.49	4.50	4.79	4.81		4.20	2.79	4.37	3.25	4.79	4.73
2013	3.97	3.98	4.00	4.28	4.29		3.86	3.57	4.30	2.97	4.52	4.25
2014	3.22	3.22	3.25	3.52	3.53		3.23	3.78	4.29	2.41	3.99	3.55
2015	3.01	3.05	3.08	3.32	3.34		3.03	3.71	4.33	2.18	3.91	3.42
2013												
Ene	4.50	4.50	4.49	4.84	4.86		4.25	3.23	4.31	3.24	4.92	4.80
Feb	4.50	4.50	4.50	4.82	4.82		4.25	3.58	4.31	3.29	4.95	4.76
Mar	4.11	4.15	4.16	4.48	4.49		4.09	3.60	4.31	3.18	4.70	4.38
Abr	4.00	4.02	4.02	4.33	4.34		3.93	3.38	4.32	3.03	4.53	4.35
May	4.00	4.02	4.02	4.32	4.32		3.86	3.54	4.32	2.99	4.54	4.35
Jun	4.00	4.01	4.02	4.30	4.31		3.84	3.58	4.32	2.97	4.52	4.24
Jul	4.00	4.01	4.01	4.32	4.32		3.84	3.66	4.32	2.94	4.52	4.32
Ago	4.00	4.00	4.01	4.31	4.31		3.85	3.58	4.31	2.98	4.52	4.28
Sep	3.79	3.81	3.82	4.10	4.11		3.67	3.63	4.31	2.83	4.43	4.11
Oct	3.69	3.70	3.72	3.98	3.97		3.67	3.65	4.25	2.85	4.30	3.89
Nov	3.50	3.53	3.57	3.79	3.79		3.53	3.78	4.25	2.74	4.17	3.77
Dic	3.50	3.56	3.62	3.79	3.79		3.51	3.63	4.25	2.64	4.17	3.77
2014												
Ene	3.50	3.49	3.51	3.78	3.80		3.47	3.54	4.25	2.57	4.11	3.83
Feb	3.50	3.49	3.52	3.79	3.80		3.46	3.96	4.25	2.61	4.12	3.80
Mar	3.50	3.49	3.52	3.80	3.81		3.44	3.73	4.26	2.54	4.12	3.93
Abr	3.50	3.50	3.53	3.81	3.81		3.41	3.83	4.29	2.55	4.15	3.88
May	3.50	3.50	3.53	3.80	3.82		3.42	3.86	4.31	2.60	4.18	3.80
Jun	3.08	3.11	3.14	3.43	3.44		3.30	3.85	4.17	2.50	4.02	3.43
Jul	3.00	3.00	3.02	3.30	3.31		3.12	3.85	4.31	2.35	3.87	3.36
Ago	3.00	3.01	3.05	3.30	3.31		3.05	3.73	4.31	2.30	3.89	3.32
Sep	3.00	3.00	3.02	3.29	3.30		3.02	3.86	4.32	2.28	3.83	3.36
Oct	3.00	3.01	3.04	3.29	3.30		3.03	3.71	4.32	2.26	3.84	3.34
Nov	3.00	3.02	3.05	3.29	3.30		3.04	3.79	4.32	2.25	3.82	3.19
Dic	3.00	3.05	3.08	3.30	3.31		3.03	3.61	4.32	2.15	3.87	3.38
2015												
Ene	3.00	3.01	3.04	3.30	3.31		3.01	3.42	4.32	2.20	3.83	3.33
Feb	3.00	3.03	3.06	3.30	3.31		3.01	3.77	4.32	2.24	3.82	3.36
Mar	3.00	3.05	3.08	3.30	3.33		3.00	3.59	4.32	2.21	3.82	3.45
Abr	3.00	3.02	3.04	3.30	3.31		3.02	3.66	4.31	2.23	3.84	3.41
May	3.00	3.00	3.02	3.30	3.31		3.02	3.67	4.32	2.24	3.87	3.53
Jun	3.00	3.07	3.10	3.30	3.31		3.03	3.82	4.32	2.23	3.86	3.28
Jul	3.00	3.07	3.10	3.30	3.32		3.03	3.74	4.33	2.15	3.96	3.36
Ago	3.00	3.03	3.08	3.32	3.35		3.03	3.78	4.33	2.13	3.98	3.32
Sep	3.00	3.03	3.06	3.33	3.36		3.04	3.69	4.33	2.16	4.03	3.46
Oct	3.00	3.02	3.04	3.31	3.32		3.03	3.73	4.34	2.16	3.98	3.39
Nov	3.00	3.05	3.07	3.32	3.38		3.02	3.88	4.34	2.13	3.95	3.58
Dic	3.11	3.21	3.24	3.42	3.50		3.06	3.77	4.35	2.11	4.02	3.60

1/ Promedio simple.

2/ Meta establecida por el Banco de México para la tasa de interés en operaciones de fondeo interbancario a un día.

3/ Tasa expresada en curva de rendimiento a 28 días. Calculada con base en información de Ineval.

4/ La tasa Mexibor dejó de ser calculada de acuerdo con la publicación de Nacional Financiera, S.N.C. en el Diario Oficial de la Federación del 13 de marzo de 2007.

Fuente: Banco de México, cálculos en base en información de Ineval.

Cuadro A 38
Tipos de Cambio Representativos
Pesos por dólar

	Tipo de Cambio para Solventar Obligaciones Pagaderas en Moneda Extranjera en la República Mexicana ^{1/}		Tipo de Cambio Interbancario a 48 horas Cotizaciones al Cierre ^{2/}			
	Fin del Periodo	Promedio del Periodo	Compra		Venta	
			Fin del Periodo	Promedio del Periodo	Fin del Periodo	Promedio del Periodo
2010	12.3571	12.6360	12.3550	12.6316	12.3650	12.6347
2011	13.9904	12.4233	13.9655	12.4375	13.9725	12.4404
2012	13.0101	13.1695	12.8684	13.1570	12.8704	13.1599
2013	13.0765	12.7720	13.0850	12.7699	13.0900	12.7728
2014	14.7180	13.2925	14.7445	13.3048	14.7475	13.3075
2015	17.2065	15.8483	17.2050	15.8685	17.2120	15.8728
2012						
Ene	12.9504	13.5047	13.0238	13.4006	13.0278	13.4042
Feb	12.8779	12.8014	12.7829	12.7903	12.7849	12.7932
Mar	12.8039	12.7561	12.8005	12.7428	12.8035	12.7459
Abr	13.2093	13.0512	13.0277	13.0649	13.0311	13.0677
May	13.9169	13.5566	14.2901	13.6687	14.2941	13.6719
Jun	13.6652	13.9820	13.3374	13.9078	13.3396	13.9112
Jul	13.2837	13.3894	13.3075	13.3597	13.3115	13.3629
Ago	13.2746	13.1790	13.1980	13.1815	13.2000	13.1841
Sep	12.9170	12.9871	12.8563	12.9303	12.8593	12.9327
Oct	13.0900	12.8728	13.0694	12.8982	13.0714	12.9006
Nov	13.0372	13.0872	12.9370	13.0683	12.9390	13.0713
Dic	13.0101	12.8670	12.8684	12.8705	12.8704	12.8729
2013						
Ene	12.7134	12.7219	12.7150	12.6937	12.7170	12.6960
Feb	12.8680	12.7144	12.7459	12.7164	12.7489	12.7186
Mar	12.3579	12.5745	12.3319	12.5186	12.3339	12.5204
Abr	12.1550	12.2249	12.1391	12.2057	12.1411	12.2078
May	12.6328	12.2522	12.8011	12.3151	12.8041	12.3174
Jun	13.1884	12.9361	12.9765	12.9547	12.9795	12.9579
Jul	12.7321	12.7851	12.7820	12.7600	12.7850	12.7637
Ago	13.2539	12.8704	13.3860	12.9268	13.3900	12.9304
Sep	13.0119	13.0925	13.1504	13.0686	13.1524	13.0718
Oct	12.8903	13.0187	13.0380	12.9951	13.0400	12.9982
Nov	13.0925	13.0634	13.1125	13.0794	13.1175	13.0832
Dic	13.0765	13.0098	13.0850	13.0044	13.0900	13.0083
2014						
Ene	13.3671	13.1981	13.3120	13.2172	13.3160	13.2207
Feb	13.2992	13.2888	13.2420	13.2750	13.2460	13.2784
Mar	13.0837	13.2154	13.0620	13.2004	13.0640	13.2036
Abr	13.1356	13.0681	13.0830	13.0623	13.0850	13.0650
May	12.8660	12.9479	12.8525	12.9215	12.8560	12.9242
Jun	13.0323	12.9832	12.9850	12.9921	12.9865	12.9945
Jul	13.0578	12.9734	13.2030	12.9873	13.2050	12.9894
Ago	13.0811	13.1490	13.0680	13.1430	13.0700	13.1452
Sep	13.4541	13.2002	13.4215	13.2378	13.4235	13.2398
Oct	13.4239	13.4768	13.4690	13.4785	13.4715	13.4807
Nov	13.7219	13.5819	13.9055	13.6261	13.9080	13.6284
Dic	14.7180	14.4266	14.7445	14.5160	14.7475	14.5198
2015						
Ene	14.6878	14.6757	14.9470	14.6927	14.9500	14.6964
Feb	14.9228	14.9167	14.9255	14.9138	14.9295	14.9184
Mar	15.1542	15.2003	15.2560	15.2276	15.2610	15.2323
Abr	15.2225	15.2228	15.3755	15.2338	15.3795	15.2380
May	15.3581	15.2555	15.3850	15.2591	15.3890	15.2629
Jun	15.5676	15.4562	15.6900	15.4803	15.6950	15.4842
Jul	16.2140	15.8881	16.1230	15.9392	16.1260	15.9430
Ago	16.8863	16.4880	16.6795	16.5420	16.6825	16.5459
Sep	17.0073	16.8372	16.9300	16.8546	16.9330	16.8593
Oct	16.4503	16.6020	16.5040	16.5767	16.5070	16.5810
Nov	16.5492	16.6348	16.5705	16.6323	16.5735	16.6367
Dic	17.2065	17.0019	17.2050	17.0703	17.2120	17.0750

1/El tipo de cambio (FIX) es determinado por el Banco de México con base en un promedio de las cotizaciones del mercado de cambios al mayoreo para operaciones liquidables el segundo día hábil bancario siguiente. Se publica en el Diario Oficial de la Federación un día hábil bancario después de la fecha de determinación y es utilizado para solventar obligaciones denominadas en moneda extranjera liquidables en la República Mexicana al día siguiente de su publicación.

2/Para operaciones al mayoreo entre bancos, casas de bolsa, casas de cambio, empresas y particulares. Este tipo de cambio es aplicable para liquidar operaciones el segundo día hábil bancario inmediato siguiente a la fecha de su concertación.

Fuente: Banco de México.

Cuadro A 39
Valor de las Acciones en Circulación en la Bolsa Mexicana de Valores
Millones de pesos, según el último precio registrado

	Total General	Industria Extractiva	Industria de la Transformación	Industria de la Construcción	Sector Comercio	Comunicaciones y Transportes	Sector Servicios	Otros ^{1/}
2004	1,916,618	72,479	282,035	241,646	294,503	740,438	143,762	141,755
2005	2,543,771	89,036	362,336	368,992	399,823	953,698	168,316	201,570
2006	3,771,498	142,574	572,818	497,754	650,601	1,395,233	271,454	241,064
2007	4,340,886	273,841	586,815	453,355	644,805	1,772,050	390,211	219,810
2008	3,220,900	141,652	516,354	217,308	632,165	1,239,884	313,449	160,088
2007								
Ene	3,913,893	159,576	584,392	523,214	686,725	1,445,725	272,927	241,333
Feb	3,832,303	170,370	573,036	518,959	645,178	1,418,774	278,568	227,417
Mar	4,114,981	184,568	584,043	518,859	702,902	1,570,875	304,561	249,173
Abr	4,211,416	206,279	590,771	512,628	677,685	1,639,947	336,276	247,831
May	4,553,781	216,700	621,506	579,198	675,223	1,842,954	360,116	258,083
Jun	4,557,468	223,457	616,893	580,709	674,899	1,831,792	375,705	254,013
Jul	4,500,724	259,809	609,272	550,394	682,319	1,753,651	400,414	244,866
Ago	4,447,516	239,114	584,517	531,416	676,377	1,797,302	381,663	237,127
Sep	4,442,831	278,613	584,392	506,299	679,080	1,802,060	363,185	229,201
Oct	4,566,888	356,109	571,289	501,224	705,923	1,790,600	397,432	244,312
Nov	4,370,523	305,970	539,076	468,501	668,734	1,778,275	390,350	219,617
Dic	4,340,886	273,841	586,815	453,355	644,805	1,772,050	390,211	219,810
2008								
Ene	4,215,720	268,704	555,655	461,093	638,710	1,701,257	375,152	215,150
Feb	4,258,349	301,698	597,974	460,261	636,353	1,658,264	376,175	227,623
Mar	4,483,960	315,522	605,295	441,826	705,025	1,778,918	402,917	234,456
Abr	4,382,527	332,787	632,963	455,806	699,076	1,614,075	391,486	256,334
May	4,619,520	344,048	670,331	490,154	760,944	1,696,804	412,462	244,777
Jun	4,271,885	311,578	648,423	427,249	703,959	1,528,599	401,141	250,935
Jul	4,009,636	260,837	629,652	375,043	703,719	1,425,274	386,785	228,326
Ago	3,861,576	217,972	622,733	349,383	656,516	1,445,782	362,045	207,144
Sep	3,653,418	154,185	580,825	311,390	640,870	1,411,917	356,567	197,664
Oct	3,005,325	139,177	489,392	192,992	548,903	1,152,003	323,224	159,635
Nov	2,981,598	116,986	478,424	181,339	605,936	1,142,233	313,258	143,423
Dic	3,220,900	141,652	516,354	217,308	632,165	1,239,884	313,449	160,088
2009								
Ene	2,879,821	118,556	496,867	191,876	495,116	1,168,246	276,741	132,419
Feb	2,652,792	125,187	463,339	159,527	459,557	1,058,985	262,011	124,186

Nueva Metodología de Clasificación Sectorial de la BMV ^{2/3/}									
	Energía ^{4/}	Materiales	Industrial	Servicios y Bienes de Consumo Básico	Productos de Consumo Frecuente	Salud	Servicios Financieros	Servicios de Telecomunicaciones	FIBRAS
2012	6,818,386	1,267,993	659,865	390,524	2,214,939	62,058	783,784	1,385,379	53,843
2013	7,043,213	60,205	1,039,869	860,115	418,190	2,232,512	75,314	825,960	1,377,166
2014	7,336,864	85,167	984,285	924,660	457,026	2,246,540	67,821	821,792	1,491,430
2015	7,166,472	83,482	833,209	952,513	606,535	2,394,341	50,433	840,806	1,155,469
2014									
Ene	6,745,930	66,449	1,010,350	856,099	407,281	2,106,766	71,163	762,936	1,308,901
Feb	6,431,865	66,772	991,813	819,837	387,493	1,992,329	69,408	747,600	1,202,138
Mar	6,647,774	77,966	1,005,022	836,382	395,267	2,088,690	68,781	782,663	1,235,441
Abr	6,683,452	78,612	994,592	842,110	385,942	2,131,358	72,089	773,308	1,243,023
May	6,774,676	81,705	1,039,175	865,548	368,110	2,172,098	73,005	816,567	1,195,876
Jun	7,094,308	83,067	1,074,320	900,109	379,468	2,236,613	76,061	847,135	1,275,526
Jul	7,332,979	86,090	1,099,026	921,602	386,292	2,229,861	77,658	850,950	1,437,428
Ago	7,597,031	90,533	1,123,270	982,008	415,821	2,308,542	77,287	879,460	1,470,777
Sep	7,561,524	94,584	1,093,032	1,007,846	417,146	2,242,174	74,236	865,209	1,515,218
Oct	7,514,646	95,115	1,080,866	991,567	429,961	2,209,706	75,113	881,296	1,493,430
Nov	7,422,661	94,111	1,063,316	960,588	454,375	2,196,287	70,161	821,496	1,498,836
Dic	7,336,864	85,167	984,285	924,660	457,026	2,246,540	67,821	821,792	1,491,430
2015									
Ene	7,057,264	82,143	913,489	875,864	452,639	2,142,591	62,266	813,673	1,452,554
Feb	7,476,394	90,429	1,000,238	918,219	456,558	2,381,674	49,002	858,132	1,461,721
Mar	7,426,036	96,061	948,921	906,372	456,274	2,444,069	47,142	851,635	1,422,709
Abr	7,473,975	103,031	984,674	911,496	451,466	2,401,227	52,536	831,586	1,490,225
May	7,496,304	95,172	1,000,503	885,303	439,735	2,447,346	52,092	820,165	1,507,888
Jun	7,542,803	89,829	991,684	899,611	457,383	2,443,441	50,506	820,294	1,546,646
Jul	7,637,495	90,810	985,777	957,664	531,760	2,498,740	48,910	826,715	1,451,341
Ago	7,508,133	85,675	957,096	960,178	502,656	2,549,147	47,217	786,512	1,388,873
Sep	7,451,590	79,674	910,200	975,194	550,540	2,611,782	46,506	790,611	1,250,657
Oct	7,478,926	91,918	900,661	1,000,372	607,383	2,427,815	44,253	827,067	1,333,550
Nov	7,323,575	83,909	860,224	994,268	615,199	2,411,820	47,360	824,882	1,238,676
Dic	7,166,472	83,482	833,209	952,513	606,535	2,394,341	50,433	840,806	1,155,469

1/ Se compone principalmente de empresas controladoras.

2/ La nueva metodología para la clasificación sectorial de la BMV entró en vigor a partir de marzo de 2009.

3/ A partir de enero de 2013, la BMV clasifica a las Fibras en un sector independiente.

4/ Durante 2013, la BMV añadió este sector debido a la colocación de acciones por parte de una empresa de dicho ramo.

Fuente: Bolsa Mexicana de Valores.

Cuadro A 40
Índice de Precios y Cotizaciones de la Bolsa Mexicana de Valores
 Al cierre del período
 Octubre de 1978 = 100

	Metodología Anterior: Índices Sectoriales según la Clasificación Anterior de la BMV							Otros ^{1/}
	Total General	Industria Extractiva	Industria de la Transformación	Industria de la Construcción	Sector Comercio	Comunicaciones y Transportes	Sector Servicios	
2004	12,918	16,686	4,159	21,353	20,040	56,329	1,858	4,399
2005	17,803	20,214	4,611	30,743	27,731	80,359	2,144	5,406
2006	26,448	32,778	7,167	40,316	44,267	121,352	3,331	6,833
2007	29,537	62,127	7,604	34,786	44,610	155,119	4,128	7,094
2008	22,380	30,885	5,894	16,985	36,242	117,947	3,340	4,395
2007								
Ene	27,561	36,646	7,275	42,167	46,976	126,368	3,407	6,841
Feb	26,639	39,118	6,960	41,843	43,775	123,644	3,347	6,540
Mar	28,748	42,375	7,194	41,722	47,212	138,488	3,695	7,170
Abr	28,997	47,396	7,302	41,184	45,180	143,208	3,732	7,477
May	31,399	49,803	7,727	46,071	44,084	162,220	3,937	7,786
Jun	31,151	51,287	7,701	45,607	44,223	159,443	3,995	7,646
Jul	30,660	59,451	7,577	43,154	44,751	151,036	4,316	7,836
Ago	30,348	54,821	7,371	41,735	44,402	155,461	4,012	7,607
Sep	30,296	63,878	7,393	39,097	44,870	153,871	3,719	7,410
Oct	31,459	81,346	7,266	38,665	47,676	154,812	4,223	7,731
Nov	29,771	69,714	6,941	35,851	45,041	155,216	4,099	6,887
Dic	29,537	62,127	7,604	34,786	44,610	155,119	4,128	7,094
2008								
Ene	28,794	60,949	7,288	35,368	43,952	149,535	3,949	6,921
Feb	28,919	68,471	7,487	35,197	43,925	145,208	4,001	7,355
Mar	30,913	71,844	7,660	33,942	49,260	157,831	4,302	7,569
Abr	30,281	74,254	8,030	34,764	48,565	145,373	4,364	7,811
May	31,975	74,207	8,558	36,334	52,977	153,781	4,717	7,479
Jun	29,395	67,260	8,261	32,673	48,121	141,239	4,332	7,431
Jul	27,501	56,368	7,907	29,732	46,827	131,709	4,202	6,838
Ago	26,291	47,173	7,734	26,886	42,691	131,480	3,935	6,195
Sep	24,889	33,432	6,982	23,440	40,847	130,871	3,763	5,823
Oct	20,445	30,269	5,443	17,032	29,465	111,675	3,014	4,647
Nov	20,535	25,498	5,348	15,211	33,231	106,754	3,005	3,917
Dic	22,380	30,885	5,894	16,985	36,242	117,947	3,340	4,395
2009								
Ene	19,565	25,850	5,624	14,830	28,482	109,444	2,943	3,651
Feb	17,752	27,295	5,210	13,330	26,265	95,479	2,767	3,475

	Nueva Metodología de Clasificación Sectorial de la BMV ^{2/}							
	Materiales	Industrial	Servicios y Bienes de Consumo Básico	Servicios y Bienes de Consumo No Básico	Productos de Consumo Frecuente	Salud	Servicios Financieros	Servicios de Telecomunicaciones
2011	37,078	597	120	351	462	467	52	657
2012	43,706	797	169	407	623	496	75	664
2013	42,727	662	198	532	642	603	90	734
2014	43,146	625	221	521	674	552	98	806
2015	42,978	547	243	684	787	423	102	783
2014								
Ene	40,880	645	199	511	599	570	86	775
Feb	38,783	629	192	503	575	555	85	743
Mar	40,462	632	200	540	606	581	85	776
Abr	40,712	634	202	525	618	577	85	760
May	41,363	655	207	522	639	584	86	767
Jun	42,737	679	214	537	663	609	88	799
Jul	43,818	692	217	531	664	622	90	819
Ago	45,628	701	230	532	683	619	93	833
Sep	44,986	697	239	521	665	594	95	836
Oct	45,028	685	238	530	663	611	96	830
Nov	44,190	663	227	538	664	571	95	819
Dic	43,146	625	221	521	674	552	98	806
2015								
Ene	40,951	581	208	504	644	507	90	780
Feb	44,190	617	219	551	698	441	97	803
Mar	43,725	599	218	548	714	426	97	829
Abr	44,582	628	221	566	707	471	98	827
May	44,704	648	219	561	717	467	98	839
Jun	45,054	642	218	571	708	455	100	853
Jul	44,753	618	231	601	732	444	105	830
Ago	43,722	605	231	584	744	431	99	789
Sep	42,633	568	236	604	756	425	96	766
Oct	44,543	574	245	642	800	409	100	782
Nov	43,419	548	242	679	786	398	101	787
Dic	42,978	547	243	684	787	423	102	783

1/ Se compone principalmente de empresas controladoras.

2/ La nueva metodología para la clasificación sectorial de la BMV entró en vigor a partir de marzo de 2009.

Fuente: Bolsa Mexicana de Valores.

Finanzas Públicas

Cuadro A 41
Principales Indicadores de Finanzas Públicas: 2010-2015
 Por ciento del PIB

Concepto	2010	2011	2012	2013	2014	2015 ^{p/}
Ingresos Presupuestarios	22.3	22.5	22.5	23.6	23.1	23.5
Gasto Neto Pagado	25.1	25.0	25.1	25.9	26.2	27.0
Balance Presupuestario	-2.8	-2.5	-2.6	-2.3	-3.2	-3.5
Balance de EBCPI ^{1/}	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	-0.1
Balance Público ^{2/}	-2.8	-2.4	-2.6	-2.3	-3.1	-3.5
Balance Primario ^{3/}	-0.9	-0.6	-0.6	-0.4	-1.1	-1.2
RFSP	-3.9	-3.4	-3.8	-3.7	-4.6	-4.1
Balance Operacional Devengado ^{4/}	-1.6	-2.1	-2.7	-0.4	-3.3	-2.0
Deuda Económica Amplia Neta ^{5/}	27.9	29.0	31.6	32.2	36.4	39.8
Costo Financiero Presupuestario ^{6/}	1.9	1.9	2.0	2.0	2.0	2.2

1/ EBCPI = Entidades Bajo Control Presupuestario Indirecto. Incluye el balance no presupuestario y la diferencia con fuentes de financiamiento.

2/ Es la suma del balance presupuestario y el balance de las EBCPI.

3/ Se obtiene al deducir del balance público el costo financiero presupuestario y el de las EBCPI.

4/ Se obtiene al deducir del balance público económico devengado el componente inflacionario del costo financiero. Medición del Banco de México.

5/ Comprende los pasivos netos del Gobierno Federal, del sector paraestatal y de los intermediarios financieros oficiales (bancos de desarrollo y fideicomisos oficiales de fomento). Saldos fin de periodo. Medición del Banco de México.

6/ No incluye el pago de los intereses de las EBCPI.

p/ Cifras preliminares.

Nota: La suma de los parciales puede no coincidir con el total debido al redondeo.

Fuente: SHCP y Banco de México.

Cuadro A 42
Ingresos, Gastos y Balances del Sector Público en 2014 y 2015

Concepto	2014		2015		2015		Crecimiento % Real 2015-2014
	Observado		Programado		Observado ^{p/}		
	Miles de Millones de Pesos	Porcentaje del PIB	Miles de Millones de Pesos	Porcentaje del PIB ^{1/}	Miles de Millones de Pesos	Porcentaje del PIB	
Ingresos Presupuestarios	3,983.1	23.1	4,022.1	22.0	4,264.6	23.5	4.2
Gobierno Federal	2,888.1	16.7	2,904.0	15.9	3,180.0	17.5	7.2
Tributarios	1,807.8	10.5	1,979.0	10.8	2,366.4	13.0	27.4
ISR-IETU-IDE	959.8	5.6	1,055.7	5.8	1,222.4	6.7	24.0
ISR	985.9	5.7	1,059.2	5.8	1,236.9	6.8	22.1
ISR	985.9	5.7	1,048.2	5.7	1,231.7	6.8	21.6
ISR Contratistas y Asignatarios	n.a.	n.a.	11.0	0.1	5.2	0.0	n.a.
IETU	-13.7	-0.1	-3.5	0.0	-11.3	-0.1	n.a.
IDE	-12.3	-0.1	0.0	0.0	-3.3	0.0	n.a.
IVA	667.1	3.9	703.8	3.8	707.2	3.9	3.2
IEPS	111.6	0.6	160.0	0.9	354.3	2.0	208.9
Importación	33.9	0.2	27.9	0.2	44.1	0.2	26.5
Otros	35.3	0.2	31.6	0.2	38.4	0.2	5.9
No Tributarios	1,080.2	6.3	925.0	5.0	813.6	4.5	-26.7
Organismos y Empresas	1,095.0	6.3	1,118.1	6.1	1,084.5	6.0	-3.6
Pemex	440.7	2.6	439.7	2.4	427.1	2.4	-5.7
Resto	654.2	3.8	678.4	3.7	657.5	3.6	-2.2
Gasto Neto Pagado	4,528.0	26.2	4,663.6	25.5	4,892.0	27.0	5.2
Programable Pagado	3,577.8	20.7	3,638.7	19.9	3,826.2	21.1	4.1
Diferimiento de Pagos	n.a.	n.a.	-31.1	-0.2	n.a.	n.a.	n.a.
Programable Devengado	n.a.	n.a.	3,669.8	20.0	n.a.	n.a.	n.a.
Gasto Corriente	2,682.0	15.5	2,795.3	15.3	2,889.4	15.9	4.9
Servicios Personales	1,021.2	5.9	1,098.5	6.0	1,078.4	5.9	2.8
Otros de Operación	1,660.8	9.6	1,696.8	9.3	1,811.0	10.0	6.2
Gasto de Capital	895.7	5.2	874.5	4.8	936.8	5.2	1.8
Inversión Física	819.9	4.8	842.3	4.6	772.6	4.3	-8.3
Inversión Financiera y Otros ^{2/}	75.8	0.4	32.3	0.2	164.1	0.9	110.8
No Programable	950.3	5.5	1,024.9	5.6	1,065.8	5.9	9.2
Costo Financiero	346.0	2.0	401.5	2.2	407.9	2.2	14.8
Gobierno Federal	291.8	1.7	333.0	1.8	322.2	1.8	7.5
Intereses	280.1	1.6	322.0	1.8	311.3	1.7	8.2
Saneamiento Financiero	11.7	0.1	11.0	0.1	10.9	0.1	-9.1
Organismos y Empresas	54.1	0.3	68.5	0.4	85.7	0.5	54.1
Participaciones a Edos. y Munic.	584.9	3.4	607.1	3.3	629.1	3.5	4.7
Adefas y Otros ^{3/}	19.4	0.1	16.3	0.1	28.8	0.2	44.6
Balance Presupuestario	-545.0	-3.2	-641.5	-3.5	-627.4	-3.5	n.a.
Balance de EBCPI	1.9	0.0	0.0	0.0	-10.2	-0.1	n.a.
Balance No Presupuestario	6.8	0.0	n.a.	n.a.	1.8	0.0	n.a.
Diferencia con Ftes. de Financiamiento ^{4/}	-4.9	0.0	n.a.	n.a.	-12.0	-0.1	n.a.
Balance Público	-543.1	-3.1	-641.5	-3.5	-637.6	-3.5	n.a.
Balance Primario ^{5/}	-191.9	-1.1	-239.5	-1.3	-217.6	-1.2	n.a.
RFSP	-792.9	-4.6	n.a.	n.a.	-748.1	-4.1	n.a.

1/ Se utilizó el PIB programado en los Criterios Generales de Política Económica para 2015.

2/ Incluye erogaciones recuperables y transferencias para amortización e inversión financiera de las Entidades Bajo Control Presupuestario Indirecto (EBCPI).

3/ Incluye ajenas netas del Gobierno Federal.

4/ Es la diferencia entre las mediciones del balance público por las metodologías de fuentes de financiamiento e ingreso-gasto.

5/ Se obtiene al deducir del balance económico el costo financiero de los sectores presupuestario y no presupuestario.

n.a. No aplica.

p/ Cifras preliminares.

Nota: La suma de los parciales puede no coincidir con el total debido al redondeo.

Fuente: SHCP.

Cuadro A 43
Ingresos, Gastos y Balances del Sector Público: 2010-2015
 Por ciento del PIB

Concepto	2010	2011	2012	2013	2014	2015 ^{p/}
Ingresos Presupuestarios	22.3	22.5	22.5	23.6	23.1	23.5
Gobierno Federal	15.7	15.9	15.7	16.8	16.7	17.5
Tributarios	9.5	8.9	8.4	9.7	10.5	13.0
No Tributarios	6.2	7.1	7.3	7.1	6.3	4.5
Organismos y Empresas	6.6	6.5	6.8	6.8	6.3	6.0
Pemex	2.9	2.7	3.0	3.0	2.6	2.4
Resto	3.7	3.8	3.8	3.8	3.8	3.6
Gasto Neto Pagado	25.1	25.0	25.1	25.9	26.2	27.0
Programable	19.7	19.7	19.9	20.6	20.7	21.1
Gasto Corriente	14.7	14.8	15.1	15.1	15.5	15.9
Gasto de Capital	5.0	4.8	4.7	5.4	5.2	5.2
No Programable	5.4	5.3	5.2	5.3	5.5	5.9
Costo Financiero	1.9	1.9	2.0	2.0	2.0	2.2
Participaciones a Edos. y Munic.	3.3	3.3	3.2	3.3	3.4	3.5
Adefas y Otros ^{1/}	0.2	0.1	0.1	0.1	0.1	0.2
Balance Presupuestario	-2.8	-2.5	-2.6	-2.3	-3.2	-3.5
Balance de EBCPI ^{2/}	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	-0.1
Balance Público	-2.8	-2.4	-2.6	-2.3	-3.1	-3.5
Balance Primario ^{3/}	-0.9	-0.6	-0.6	-0.4	-1.1	-1.2
RFSP	-3.9	-3.4	-3.8	-3.7	-4.6	-4.1

1/ Incluye ajenas netas del Gobierno Federal.

2/ EBCPI = Entidades Bajo Control Presupuestario Indirecto.

3/ Se obtiene al deducir del balance público el costo financiero presupuestario y el de las EBCPI.

p/ Cifras preliminares.

Nota: La suma de los parciales puede no coincidir con el total debido al redondeo.

Fuente: SHCP.

Cuadro A 44
Ingresos del Sector Público Presupuestario: 2010-2015
 Por ciento del PIB

Concepto	2010	2011	2012	2013	2014	2015 ^{p/}
Ingresos Presupuestarios	22.3	22.5	22.5	23.6	23.1	23.5
Clasificación I						
Gobierno Federal	15.7	15.9	15.7	16.8	16.7	17.5
Tributarios	9.5	8.9	8.4	9.7	10.5	13.0
ISR-IETU-IDE	5.1	5.2	5.1	5.9	5.6	6.7
ISR	4.7	5.0	4.9	5.6	5.7	6.8
ISR	4.7	5.0	4.9	5.6	5.7	6.8
ISR Contratistas y Asignatarios	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	0.0
IETU	0.3	0.3	0.3	0.3	-0.1	-0.1
IDE	0.1	-0.1	0.0	0.0	-0.1	0.0
IVA	3.8	3.7	3.7	3.5	3.9	3.9
IEPS	0.0	-0.5	-0.8	0.0	0.6	2.0
Importación	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2
Otros	0.4	0.3	0.2	0.2	0.2	0.2
No Tributarios	6.2	7.1	7.3	7.1	6.3	4.5
Derechos	5.1	6.1	6.2	5.6	4.8	0.3
Productos	0.0	0.0	0.0	0.1	0.0	0.0
Aprovechamientos	1.1	0.9	1.1	1.4	1.4	1.9
Transferencias del FMPED ^{1/}	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	2.2
Organismos y Empresas	6.6	6.5	6.8	6.8	6.3	6.0
Pemex	2.9	2.7	3.0	3.0	2.6	2.4
Resto	3.7	3.8	3.8	3.8	3.8	3.6
Clasificación II						
Petroleros	7.7	8.6	8.9	8.3	7.1	4.6
Pemex	2.9	2.7	3.0	3.0	2.6	2.4
Ventas Externas	1.8	2.1	1.9	1.5	1.1	0.1
Ventas Internas	5.1	5.3	5.5	5.7	5.6	4.2
Otros	0.8	1.3	1.5	1.1	0.5	0.5
(-) Impuestos ^{2/}	4.9	5.9	6.0	5.4	4.6	2.4
Gobierno Federal ^{3/}	4.8	5.8	5.9	5.3	4.5	2.3
No Petroleros	14.6	13.9	13.6	15.2	16.0	18.9
Gobierno Federal	10.8	10.1	9.8	11.4	12.2	15.2
Tributarios	9.5	8.9	8.4	9.7	10.5	13.0
ISR	4.7	5.0	4.9	5.6	5.7	6.8
IETU	0.3	0.3	0.3	0.3	-0.1	-0.1
IDE	0.1	-0.1	0.0	0.0	-0.1	0.0
IVA	3.8	3.7	3.7	3.5	3.9	3.9
IEPS	0.0	-0.5	-0.8	0.0	0.6	2.0
Otros	0.5	0.5	0.4	0.4	0.4	0.5
No Tributarios	1.3	1.2	1.4	1.7	1.7	2.2
Derechos	0.2	0.2	0.3	0.3	0.3	0.3
Productos	0.0	0.0	0.0	0.1	0.0	0.0
Aprovechamientos	1.1	0.9	1.1	1.4	1.4	1.9
Organismos y Empresas	3.7	3.8	3.8	3.8	3.8	3.6

1/ Transferencias del Fondo Mexicano para la Estabilización y el Desarrollo.

2/ Excluye impuestos pagados por cuenta de terceros (IVA e IEPS).

3/ Incluye derechos y aprovechamientos petroleros.

p/ Cifras preliminares.

Nota: La suma de los parciales puede no coincidir con el total debido al redondeo.

Fuente: SHCP.

Cuadro A 45
Gastos del Sector Público Presupuestario: 2010-2015
 Por ciento del PIB

Concepto	2010	2011	2012	2013	2014	2015 ^{p/}
Gasto Neto Pagado	25.1	25.0	25.1	25.9	26.2	27.0
Programable	19.7	19.7	19.9	20.6	20.7	21.1
Gasto Corriente	14.7	14.8	15.1	15.1	15.5	15.9
Servicios Personales	6.0	5.9	5.9	6.0	5.9	5.9
Directos	3.4	3.4	3.4	3.4	3.4	3.4
Indirectos ^{1/}	2.6	2.6	2.5	2.6	2.5	2.5
Materiales y Suministros	1.6	1.7	1.7	1.7	1.4	1.3
Otras Erogaciones ^{2/}	4.1	4.0	4.2	4.0	4.4	4.8
Subsidios, Ayudas y Transferencias ^{3/}	3.0	3.2	3.3	3.5	3.8	3.9
Gasto de Capital	5.0	4.8	4.7	5.4	5.2	5.2
Inversión Física	4.7	4.5	4.4	4.6	4.8	4.3
Directa	3.2	3.1	2.9	2.8	3.0	2.5
Indirecta ^{4/}	1.5	1.4	1.4	1.7	1.8	1.7
Inversión Financiera y Otros ^{5/}	0.3	0.4	0.4	0.9	0.4	0.9
No Programable	5.4	5.3	5.2	5.3	5.5	5.9
Costo Financiero	1.9	1.9	2.0	2.0	2.0	2.2
Gobierno Federal	1.6	1.7	1.6	1.7	1.7	1.8
Intereses	1.5	1.5	1.6	1.6	1.6	1.7
Saneamiento Financiero	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1
Organismos y Empresas	0.3	0.2	0.3	0.3	0.3	0.5
Participaciones a Edos. y Munic.	3.3	3.3	3.2	3.3	3.4	3.5
Adefas y Otros ^{6/}	0.2	0.1	0.1	0.1	0.1	0.2

1/ Incluye las aportaciones para la educación básica en los estados y las transferencias para los servicios personales de las Entidades Bajo Control Presupuestario Indirecto (EBCPI).

2/ Servicios generales del sector público y operaciones ajenas netas de los organismos y empresas de control presupuestario directo.

3/ Comprende los subsidios y transferencias diferentes a servicios personales y a gasto de capital.

4/ Considera las transferencias para inversión física de las EBCPI.

5/ Incluye erogaciones recuperables y transferencias para amortización e inversión financiera de las EBCPI.

6/ Incluye ajenas netas del Gobierno Federal.

p/ Cifras preliminares.

Nota: La suma de los parciales puede no coincidir con el total debido al redondeo.

Fuente: SHCP.

Cuadro A 46
Deuda Neta del Sector Público
Saldos promedio

Años	Deuda Económica Amplia ^{1/}					Deuda Consolidada con Banco de México ^{2/}				
	Interna	Externa		Total		Interna	Externa		Total	
	Miles de Millones de Pesos	Millones de Dólares	Miles de Millones de Pesos	Miles de Millones de Pesos	Porcentaje del PIB	Miles de Millones de Pesos	Millones de Dólares	Miles de Millones de Pesos	Miles de Millones de Pesos	Porcentaje del PIB
2010	2,347.1	101,058.1	1,248.0	3,595.1	27.1	3,823.7	-6,291.3	-77.7	3,746.0	28.2
2011	2,714.6	99,291.5	1,384.9	4,099.5	28.2	4,512.7	-19,909.1	-277.7	4,235.0	29.1
2012	3,203.1	121,801.8	1,579.3	4,782.4	30.6	5,343.2	-38,743.1	-502.3	4,840.9	31.0
2013	3,612.8	124,603.5	1,630.3	5,243.1	32.5	5,979.0	-42,608.6	-557.5	5,421.5	33.6
2014	Enero	3,684.5	138,364.6	1,850.9	5,535.4	6,210.3	-40,967.6	-548.0	5,662.3	
	Febrero	3,738.8	138,595.9	1,834.7	5,573.5	6,269.6	-42,038.8	-556.5	5,713.1	
	Marzo	3,783.7	140,338.5	1,832.1	5,615.8	6,324.4	-42,360.3	-553.0	5,771.4	35.3
	Abril	3,781.7	141,134.3	1,847.5	5,629.2	6,342.3	-41,802.5	-547.2	5,795.1	
	Mayo	3,802.3	143,883.8	1,850.5	5,652.8	6,379.6	-42,454.3	-546.0	5,833.6	
	Junio	3,843.3	143,029.0	1,855.3	5,698.6	6,426.6	-42,406.5	-550.1	5,876.5	35.3
	Julio	3,877.3	141,011.1	1,865.1	5,742.4	6,466.8	-41,895.2	-554.1	5,912.7	
	Agosto	3,908.1	142,941.4	1,869.1	5,777.2	6,503.5	-42,664.4	-557.9	5,945.6	
	Septiembre	3,927.9	139,597.6	1,875.2	5,803.1	6,528.9	-42,094.7	-565.5	5,963.4	35.2
	Octubre	3,950.4	139,921.3	1,885.8	5,836.2	6,561.5	-42,416.1	-571.7	5,989.8	
	Noviembre	3,978.5	136,753.9	1,900.4	5,878.9	6,598.1	-41,575.1	-577.7	6,020.4	
	Diciembre	4,013.4	130,381.7	1,922.0	5,935.4	6,639.7	-39,739.8	-585.8	6,053.9	35.1
2015 ^{p/}	Enero	4,492.1	155,295.2	2,327.6	6,819.7	7,250.4	-40,565.3	-608.0	6,642.4	
	Febrero	4,496.3	155,273.2	2,322.2	6,818.5	7,251.8	-40,338.7	-603.3	6,648.5	
	Marzo	4,466.5	154,227.1	2,354.2	6,820.7	7,231.5	-38,387.0	-586.0	6,645.5	38.1
	Abril	4,431.8	155,311.1	2,387.3	6,819.1	7,201.9	-36,903.1	-567.3	6,634.6	
	Mayo	4,435.1	156,257.3	2,403.5	6,838.6	7,205.6	-36,056.2	-554.6	6,651.0	
	Junio	4,445.3	154,340.7	2,420.9	6,866.2	7,210.6	-34,652.3	-543.5	6,667.1	37.7
	Julio	4,461.8	151,889.5	2,442.0	6,903.8	7,221.6	-33,311.3	-535.6	6,686.0	
	Agosto	4,482.9	147,297.6	2,472.1	6,955.0	7,226.6	-30,924.4	-519.0	6,707.6	
	Septiembre	4,503.5	147,637.8	2,495.9	6,999.4	7,225.0	-29,484.6	-498.4	6,726.6	37.6
	Octubre	4,526.4	151,988.8	2,511.5	7,037.9	7,222.0	-28,482.4	-470.7	6,751.3	
	Noviembre	4,541.6	152,218.1	2,524.6	7,066.2	7,211.2	-26,649.3	-442.0	6,769.2	
	Diciembre	4,556.4	147,644.1	2,546.7	7,103.1	7,212.1	-24,544.9	-423.4	6,788.7	37.4

1/ La deuda neta económica amplia comprende los pasivos netos del gobierno federal, del sector paraestatal y de los intermediarios financieros oficiales (bancos de desarrollo y fideicomisos oficiales de fomento). Se calcula en términos devengados con la información del sistema bancario; los valores públicos se reportan a valor de mercado.

2/ La deuda neta consolidada con el Banco de México integra a los sectores de la deuda económica amplia con los pasivos y activos financieros del banco central.

(-) Significa que los saldos de los activos financieros son superiores a los saldos de la deuda bruta.

p/ Cifras preliminares.

Fuente: Banco de México.

Cuadro A 47
Deuda Neta del Sector Público
Saldos a fin de periodo

Años	Deuda Económica Amplia ^{1/}					Deuda Consolidada con Banco de México ^{2/}					
	Interna		Externa		Total	Interna		Externa		Total	
	Miles de Millones de Pesos	Millones de Dólares	Miles de Millones de Pesos	Miles de Millones de Pesos	Porcentaje del PIB	Miles de Millones de Pesos	Millones de Dólares	Miles de Millones de Pesos	Miles de Millones de Pesos	Porcentaje del PIB	
2010	2,549.6	109,638.4	1,354.0	3,903.6	27.9	4,160.9	-7,309.1	-90.3	4,070.6	29.1	
2011	2,908.4	115,765.3	1,614.6	4,523.0	29.0	4,876.4	-29,785.3	-415.4	4,461.0	28.6	
2012	3,521.7	122,465.4	1,587.9	5,109.6	31.6	5,748.5	-40,916.7	-530.5	5,218.0	32.2	
2013	3,680.6	132,362.4	1,731.9	5,412.5	32.2	6,166.2	-44,150.3	-577.7	5,588.5	33.2	
2014	Enero	3,684.5	138,364.6	1,850.9	5,535.4	6,210.3	-40,967.6	-548.0	5,662.3		
	Febrero	3,793.2	137,374.4	1,818.5	5,611.7	6,328.9	-42,679.9	-565.0	5,763.9		
	Marzo	3,873.5	139,938.0	1,826.9	5,700.4	34.2	6,434.0	-41,824.8	-546.0	5,888.0	35.3
	Abril	3,775.5	144,653.8	1,893.5	5,669.0		6,396.0	-40,470.8	-529.8	5,866.2	
	Mayo	3,884.7	144,821.0	1,862.5	5,747.2		6,528.6	-42,081.3	-541.2	5,987.4	
	Junio	4,048.5	144,872.4	1,879.2	5,927.7	34.8	6,661.6	-43,972.7	-570.4	6,091.2	35.8
	Julio	4,081.6	145,493.6	1,924.4	6,006.0		6,708.4	-43,746.4	-578.6	6,129.8	
	Agosto	4,123.3	145,085.6	1,897.2	6,020.5		6,760.0	-44,670.9	-584.1	6,175.9	
	Septiembre	4,086.3	143,212.6	1,923.8	6,010.1	34.8	6,732.5	-46,600.6	-626.0	6,106.5	35.3
	Octubre	4,153.2	146,964.2	1,980.7	6,133.9		6,854.9	-46,553.8	-627.4	6,227.5	
	Noviembre	4,259.0	147,288.9	2,046.8	6,305.8		6,963.9	-45,960.7	-638.7	6,325.2	
	Diciembre	4,397.5	146,505.2	2,159.7	6,557.2	36.4	7,097.0	-45,763.2	-674.6	6,422.4	35.7
2015 ^{p/}	Enero	4,492.1	155,295.2	2,327.6	6,819.7	7,250.4	-40,565.3	-608.0	6,642.4		
	Febrero	4,500.5	154,906.5	2,316.7	6,817.2	7,253.2	-40,022.1	-598.5	6,654.7		
	Marzo	4,406.7	158,429.3	2,418.4	6,825.1	38.9	7,190.8	-36,118.7	-551.3	6,639.5	37.9
	Abril	4,328.0	161,774.9	2,486.7	6,814.7		7,113.1	-33,250.8	-511.1	6,602.0	
	Mayo	4,448.0	160,450.1	2,468.0	6,916.0		7,220.5	-32,765.6	-504.0	6,716.5	
	Junio	4,496.2	159,894.7	2,508.0	7,004.2	39.1	7,235.6	-31,125.5	-488.2	6,747.4	37.6
	Julio	4,561.1	159,749.7	2,568.3	7,129.4		7,287.6	-30,332.4	-487.7	6,799.9	
	Agosto	4,630.1	159,862.1	2,682.9	7,313.0		7,261.7	-24,021.2	-403.1	6,858.6	
	Septiembre	4,669.0	158,890.8	2,686.1	7,355.1	40.5	7,212.0	-19,757.5	-334.0	6,878.0	37.8
	Octubre	4,732.4	160,519.8	2,652.5	7,384.9		7,194.6	-13,345.8	-220.5	6,974.1	
	Noviembre	4,693.5	160,118.6	2,655.7	7,349.2		7,104.0	-9,369.0	-155.4	6,948.6	
	Diciembre	4,718.5	161,700.5	2,789.1	7,507.6	39.8	7,221.5	-12,665.7	-218.5	7,003.0	37.1

1/ La deuda neta económica amplia comprende los pasivos netos del gobierno federal, del sector paraestatal y de los intermediarios financieros oficiales (bancos de desarrollo y fideicomisos oficiales de fomento). Se calcula en términos devengados con la información del sistema bancario; los valores públicos se reportan a valor de mercado.

2/ La deuda neta consolidada con el Banco de México integra a los sectores de la deuda económica amplia con los pasivos y activos financieros del banco central.

p/ Cifras preliminares.

(-) Significa que los saldos de los activos financieros son superiores a los saldos de la deuda bruta.

Fuente: Banco de México.

Cuadro A 48
Deuda Neta del Sector Público No Financiero ^{1/}
Saldos a fin de período

Saldo al Final de:		Deuda Neta del Sector Público no Financiero				
		Interna	Externa		Deuda Neta Total	
		Miles de Millones de Pesos	Millones de Dólares	Miles de Millones de Pesos	Miles de Millones de Pesos	Porcentaje del PIB
2010		2,743.2	101,656.1	1,255.4	3,998.6	29.0
2011		3,095.0	108,173.2	1,508.8	4,603.7	29.5
2012		3,701.2	115,918.6	1,503.0	5,204.2	32.1
2013	Enero	3,716.6	119,853.5	1,523.3	5,239.8	
	Febrero	3,719.4	118,828.1	1,518.6	5,238.0	
	Marzo	3,863.6	117,494.6	1,452.4	5,316.0	33.9
	Abril	3,970.3	119,675.5	1,453.5	5,423.8	
	Mayo	3,834.1	117,394.6	1,503.1	5,337.1	
	Junio	3,734.3	116,021.0	1,511.5	5,245.9	33.1
	Julio	3,753.5	119,228.3	1,531.7	5,285.2	
	Agosto	3,734.5	119,786.4	1,598.1	5,332.6	
	Septiembre	3,858.0	120,391.6	1,586.1	5,444.1	33.8
	Octubre	3,862.2	122,654.0	1,595.3	5,457.6	
	Noviembre	3,902.6	124,715.1	1,635.0	5,537.6	
	Diciembre	3,947.2	125,414.2	1,641.0	5,588.2	33.2
2014	Enero	3,946.4	131,210.8	1,755.2	5,701.6	
	Febrero	4,060.5	130,238.6	1,724.1	5,784.6	
	Marzo	4,149.5	133,240.3	1,739.4	5,888.9	35.3
	Abril	4,084.0	137,318.3	1,797.5	5,881.5	
	Mayo	4,204.9	137,237.8	1,765.0	5,969.9	
	Junio	4,344.5	137,858.4	1,788.2	6,132.7	36.0
	Julio	4,358.5	138,111.9	1,826.8	6,185.3	
	Agosto	4,403.8	137,830.8	1,802.3	6,206.1	
	Septiembre	4,382.8	136,457.5	1,833.0	6,215.8	36.0
	Octubre	4,458.4	139,109.1	1,874.8	6,333.2	
	Noviembre	4,582.8	138,880.4	1,930.0	6,512.7	
	Diciembre	4,740.5	137,981.6	2,034.0	6,774.5	37.6
2015 ^{p/}	Enero	4,855.9	146,742.3	2,199.4	7,055.3	
	Febrero	4,853.5	146,435.2	2,190.0	7,043.5	
	Marzo	4,743.3	149,262.4	2,278.4	7,021.7	40.0
	Abril	4,687.9	152,254.1	2,340.4	7,028.2	
	Mayo	4,793.7	151,399.4	2,328.7	7,122.4	
	Junio	4,830.7	150,468.0	2,360.2	7,190.8	40.1
	Julio	4,913.7	150,089.7	2,413.0	7,326.7	
	Agosto	4,976.4	150,683.1	2,528.9	7,505.3	
	Septiembre	4,989.3	151,112.7	2,554.6	7,543.9	41.5
	Octubre	5,067.4	152,084.1	2,513.1	7,580.5	
	Noviembre	5,041.1	151,643.8	2,515.1	7,556.2	
	Diciembre	5,074.6	152,836.3	2,636.2	7,710.8	40.8

^{1/} La deuda neta del sector público no financiero corresponde a la deuda del sector público económica amplia sin considerar la deuda de la banca de desarrollo y los fondos de fomento. Se calcula en términos devengados con la información del sistema bancario; los valores públicos se reportan a valor de mercado y la deuda externa se asigna a la entidad deudora del crédito y no al usuario final.

^{p/} Cifras preliminares.

Fuente: Banco de México.

Cuadro A 49
Deuda Total del Sector Público

	Miles de Millones de Pesos		Por ciento del PIB ^{1/}			Variación Real Anual	Estructura Porcentual	
	2014 ^{p/}	2015 ^{p/}	2014 ^{p/}	2015 ^{p/}	Diferencia	2015 - 2014	2014 ^{p/}	2015 ^{p/}
Deuda Total del Sector Público (a+b) ^{2/}	7,715.7	8,705.9	42.9	46.1	3.2	10.5	100.0	100.0
a. Deuda Económica Amplia Neta	6,557.2	7,507.6	36.4	39.8	3.3	12.1	85.0	86.2
1. Externa	2,159.7	2,789.1	12.0	14.8	2.8	26.4	28.0	32.0
2. Interna	4,397.5	4,718.5	24.4	25.0	0.6	5.1	57.0	54.2
b. Pasivos Adicionales	1,158.5	1,198.3	6.4	6.3	-0.1	1.3	15.0	13.8
1. IPAB ^{3/}	838.5	848.6	4.7	4.5	-0.2	-0.9	10.9	9.7
2. FARAC ^{4/}	165.6	182.5	0.9	1.0	0.0	7.9	2.1	2.1
3. Programas de Reestructuras en UDIs ^{5/}	47.7	49.1	0.3	0.3	0.0	0.8	0.6	0.6
4. Pidiregas Directos ^{6/}	105.1	118.1	0.6	0.6	0.0	10.0	1.4	1.4
5. Programas de Apoyo a Deudores ^{7/}	1.6	0.0	0.0	0.0	0.0	-100.0	0.0	0.0

1/ Las cifras expresadas en proporciones al producto utilizan el PIB del último trimestre del año.

2/ La deuda neta económica amplia comprende los pasivos netos del gobierno federal, del sector paraestatal y de los intermediarios financieros oficiales (bancos de desarrollo y fideicomisos oficiales de fomento). Se calcula en términos devengados con la información del sistema bancario; los valores públicos se reportan a valor de mercado.

3/ Corresponde a la diferencia entre pasivos brutos y los activos totales del IPAB de acuerdo a las cifras del Anexo II de Deuda Pública del Informe de Finanzas Públicas al Cuarto Trimestre de 2015.

4/ Obligaciones Garantizadas por el gobierno federal del fideicomiso para el rescate carretero.

5/ Diferencia entre el pasivo por Cetes especiales del gobierno federal con la banca y las deudas reestructuradas en UDIs.

6/ El saldo de deuda en Pidiregas directos se construye con base en los flujos de inversión realizada.

7/ Corresponde al crédito otorgado por la banca comercial al Gobierno Federal por dichos programas.

p/ Cifras preliminares.

Fuente: SHCP y Banco de México.

Cuadro A 50
Deuda Total del Sector Público Consolidada con Banco de México

	Miles de Millones de Pesos		Por ciento del PIB ^{1/}			Variación Real Anual	Estructura Porcentual	
	2014 ^{p/}	2015 ^{p/}	2014 ^{p/}	2015 ^{p/}	Diferencia	2015 - 2014	2014 ^{p/}	2015 ^{p/}
Deuda Total del Sector Público Consolidada con Banco de México (a+b) ^{2/}	7,580.9	8,201.3	42.1	43.4	1.3	5.9	100.0	100.0
a. Deuda Neta Consolidada con Banco de México	6,422.4	7,003.0	35.7	37.1	1.4	6.8	84.7	85.4
1. Externa	-674.6	-218.5	-3.8	-1.2	2.6	-68.3	-8.9	-2.7
2. Interna	7,097.0	7,221.5	39.4	38.2	-1.2	-0.4	93.6	88.1
b. Pasivos Adicionales	1,158.5	1,198.3	6.4	6.3	-0.1	1.3	15.3	14.6
1. IPAB ^{3/}	838.5	848.6	4.7	4.5	-0.2	-0.9	11.1	10.3
2. FARAC ^{4/}	165.6	182.5	0.9	1.0	0.0	7.9	2.2	2.2
3. Programas de Reestructuras en UDIs ^{5/}	47.7	49.1	0.3	0.3	0.0	0.8	0.6	0.6
4. Pidiregas Directos ^{6/}	105.1	118.1	0.6	0.6	0.0	10.0	1.4	1.4
5. Programas de Apoyo a Deudores ^{7/}	1.6	0.0	0.0	0.0	0.0	-100.0	0.0	0.0

1/ Las cifras expresadas en proporciones al producto utilizan el PIB del último trimestre del año.

2/ La deuda neta consolidada con el Banco de México integra a los sectores de la deuda económica amplia con los pasivos y activos financieros del banco central.

3/ Corresponde a la diferencia entre pasivos brutos y los activos totales del IPAB de acuerdo a las cifras del Anexo II de Deuda Pública del Informe de Finanzas Públicas al Cuarto Trimestre de 2015.

4/ Obligaciones Garantizadas por el gobierno federal del fideicomiso para el rescate carretero.

5/ Diferencia entre el pasivo por Cetes especiales del gobierno federal con la banca y las deudas reestructuradas en UDIs.

6/ El saldo de deuda en Pidiregas directos se construye con base en los flujos de inversión realizada.

7/ Corresponde al crédito otorgado por la banca comercial al Gobierno Federal por dichos programas.

p/ Cifras preliminares.

Fuente: SHCP y Banco de México.

Cuadro A 51
Deuda Interna del Sector Público a través de Valores Gubernamentales
 Circulación total por instrumento ^{1/}
 Saldos en miles de millones de pesos a valor de mercado

Saldos al Final de:	Circulación Total de Valores	Cetes	Bondes	Udibonos	Bonos a Tasa Fija	Bondes D
2010	3,152.9	557.1	0.0	583.1	1,612.5	400.2
2011	3,875.9	696.0	0.0	703.1	1,779.2	697.6
2012	4,663.1	811.9	0.0	887.1	2,057.5	906.5
2013						
Enero	4,803.4	833.6	0.0	906.5	2,144.8	918.6
Febrero	4,893.4	815.0	0.0	928.3	2,212.0	938.2
Marzo	5,029.7	832.9	0.0	968.7	2,283.2	945.0
Abril	5,216.4	833.3	0.0	1,017.4	2,401.0	964.8
Mayo	5,115.9	830.2	0.0	966.1	2,342.3	977.3
Junio	4,923.0	848.8	0.0	920.3	2,157.7	996.3
Julio	4,927.4	836.2	0.0	926.9	2,162.2	1,002.1
Agosto	4,992.2	826.3	0.0	944.9	2,195.9	1,025.0
Septiembre	5,107.0	825.1	0.0	987.5	2,273.8	1,020.5
Octubre	5,169.8	801.7	0.0	999.1	2,321.8	1,047.1
Noviembre	5,214.3	812.8	0.0	1,009.7	2,350.5	1,041.3
Diciembre	5,150.5	952.1	0.0	940.1	2,195.7	1,062.6
2014						
Enero	5,193.3	932.9	0.0	955.4	2,248.8	1,056.1
Febrero	5,344.0	956.9	0.0	993.7	2,319.7	1,073.7
Marzo	5,471.4	946.2	0.0	1,022.5	2,441.3	1,061.5
Abril	5,535.9	919.5	0.0	1,045.7	2,485.0	1,085.6
Mayo	5,694.4	934.9	0.0	1,099.2	2,582.8	1,077.6
Junio	5,677.4	950.3	0.0	1,114.6	2,517.0	1,095.5
Julio	5,767.2	969.7	0.0	1,140.4	2,568.1	1,089.0
Agosto	5,797.6	906.6	0.0	1,164.4	2,619.2	1,107.4
Septiembre	5,782.1	924.7	0.0	1,152.8	2,606.4	1,098.2
Octubre	5,936.2	954.7	0.0	1,191.3	2,659.3	1,130.9
Noviembre	6,097.9	1,014.4	0.0	1,216.8	2,738.8	1,127.9
Diciembre	5,935.7	1,010.6	0.0	1,128.0	2,638.7	1,158.3
2015 ^{p/}						
Enero	6,098.6	1,007.2	0.0	1,156.3	2,772.2	1,162.9
Febrero	6,108.1	1,000.6	0.0	1,155.8	2,758.8	1,193.0
Marzo	6,150.3	1,029.7	0.0	1,147.4	2,773.4	1,199.7
Abril	6,193.5	1,026.6	0.0	1,165.0	2,809.0	1,193.0
Mayo	6,287.4	1,041.5	0.0	1,189.6	2,857.5	1,198.8
Junio	6,165.5	1,025.5	0.0	1,180.2	2,729.9	1,229.9
Julio	6,229.1	1,016.2	0.0	1,201.3	2,781.7	1,229.9
Agosto	6,276.8	1,033.9	0.0	1,212.1	2,829.3	1,201.4
Septiembre	6,297.6	984.0	0.0	1,232.0	2,883.2	1,198.3
Octubre	6,288.7	894.0	0.0	1,251.2	2,937.0	1,206.6
Noviembre	6,293.2	847.3	0.0	1,257.4	2,972.3	1,216.2
Diciembre	6,199.0	865.3	0.0	1,229.6	2,870.4	1,233.7

1/ La circulación total incluye los títulos a cargo del Gobierno Federal y los valores colocados con propósitos de regulación monetaria.

p/ Cifras preliminares.

Fuente: Banco de México.

Cuadro A 52
Deuda Interna del Sector Público a través de Valores Gubernamentales
 Circulación total por sectores tenedores ^{1/}
 Saldos en miles de millones de pesos a valor de mercado

Saldos al Final de:		Circulación Total de Valores	Empresas Privadas y Particulares	Sector Público No Bancario	Banca de Desarrollo	Banca Comercial	Reportos
2010		3,152.9	2,530.9	120.2	27.8	449.4	24.6
2011		3,875.9	3,199.4	152.3	37.7	428.6	57.9
2012		4,663.1	4,081.0	148.8	39.5	337.5	56.2
2013	Enero	4,803.4	4,233.7	131.2	55.8	327.6	55.1
	Febrero	4,893.4	4,302.1	150.2	38.8	319.8	82.5
	Marzo	5,029.7	4,428.9	136.8	39.2	303.1	121.7
	Abril	5,216.4	4,527.7	151.2	56.0	336.9	144.7
	Mayo	5,115.9	4,475.2	141.5	43.8	277.6	177.8
	Junio	4,923.0	4,272.7	133.9	52.5	358.0	105.8
	Julio	4,927.4	4,353.1	104.3	40.8	326.8	102.5
	Agosto	4,992.2	4,347.9	123.6	57.3	323.6	139.8
	Septiembre	5,107.0	4,496.5	128.9	43.7	324.7	113.2
	Octubre	5,169.8	4,551.9	140.4	63.7	302.0	111.8
	Noviembre	5,214.3	4,571.7	148.8	62.7	291.4	139.7
	Diciembre	5,150.5	4,498.2	136.6	34.3	357.4	124.0
2014	Enero	5,193.3	4,529.0	140.5	82.9	332.8	108.1
	Febrero	5,344.0	4,717.6	145.8	63.8	286.5	130.3
	Marzo	5,471.4	4,698.7	142.4	86.6	430.6	113.2
	Abril	5,535.9	4,675.9	169.5	110.5	409.5	170.5
	Mayo	5,694.4	4,868.6	166.4	91.3	364.3	203.7
	Junio	5,677.4	4,991.9	121.0	84.5	409.4	70.6
	Julio	5,767.2	5,066.7	140.0	75.7	381.3	103.4
	Agosto	5,797.6	5,096.8	165.4	70.5	373.1	91.9
	Septiembre	5,782.1	5,087.2	146.6	62.0	388.0	98.2
	Octubre	5,936.2	5,176.8	155.4	56.7	400.8	146.5
	Noviembre	6,097.9	5,395.4	184.6	50.3	251.9	215.7
	Diciembre	5,935.7	5,217.7	133.7	56.9	388.8	138.6
2015 ^{p/}	Enero	6,098.6	5,413.5	134.9	102.0	344.9	103.3
	Febrero	6,108.1	5,338.9	149.3	88.7	418.9	112.3
	Marzo	6,150.3	5,252.0	143.6	84.3	501.3	169.1
	Abril	6,193.5	5,293.7	154.2	78.1	371.4	296.1
	Mayo	6,287.4	5,361.2	149.5	89.0	403.3	284.4
	Junio	6,165.5	5,295.7	170.0	52.8	472.8	174.2
	Julio	6,229.1	5,417.3	131.5	59.3	385.3	235.7
	Agosto	6,276.8	5,381.5	138.4	47.1	433.8	276.0
	Septiembre	6,297.6	5,352.2	129.5	33.8	459.6	322.5
	Octubre	6,288.7	5,360.5	121.8	55.1	420.2	331.2
	Noviembre	6,293.2	5,306.1	139.7	73.2	394.4	379.9
	Diciembre	6,199.0	5,205.0	137.1	47.9	411.7	397.4

1/ La circulación total incluye los títulos a cargo del Gobierno Federal y los valores colocados con propósitos de regulación monetaria.

p/ Cifras preliminares.

Fuente: Banco de México.

Sector Externo

Cuadro A 53
Principales Indicadores del Sector Externo

	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015 ^{p/}
Balanza de Pagos	Miles de millones de dólares							
Cuenta Corriente	-20.7	-8.7	-5.2	-13.4	-16.6	-30.3	-24.8	-32.4
Balanza Comercial	-17.3	-4.7	-3.0	-1.4	0.0	-1.2	-2.8	-14.5
Cuenta Financiera	33.9	15.8	48.7	52.8	54.9	67.8	57.9	33.8
Inversión Extranjera Directa en México	28.9	17.9	26.4	23.7	20.3	45.7	25.6	28.4
Variación de las Reservas Internacionales Brutas	8.1	4.6	20.7	28.6	17.8	13.2	15.5	-18.1
Saldo de las Reservas Internacionales Brutas	95.3	99.9	120.6	149.2	167.1	180.2	195.7	177.6
	Porcentajes del PIB							
Cuenta Corriente	-1.9	-1.0	-0.5	-1.1	-1.4	-2.4	-1.9	-2.8
Cuenta Financiera	3.1	1.8	4.6	4.5	4.6	5.4	4.5	3.0
Comercio Exterior	Variaciones porcentuales anuales							
Exportaciones	7.2	-21.2	29.9	17.1	6.1	2.5	4.5	-4.1
Petroleras	17.7	-39.1	35.2	35.4	-6.2	-6.6	-13.9	-45.0
No Petroleras	5.2	-17.4	29.1	14.1	8.5	4.0	7.3	0.8
Manufacturas	5.1	-17.8	29.5	13.4	8.4	4.2	7.2	0.8
Resto	7.4	-6.6	20.3	30.3	10.1	0.9	8.1	0.7
Importaciones	9.5	-24.0	28.6	16.4	5.7	2.8	4.9	-1.2
Bienes de Consumo	11.3	-31.5	26.2	25.0	4.8	5.6	1.7	-3.5
Bienes Intermedios	7.9	-22.9	34.5	14.9	5.3	2.5	6.0	-1.6
Bienes de Capital	16.4	-21.6	-1.3	15.8	10.1	1.3	1.5	5.2
Deuda Externa Bruta y Pago de Intereses^{1/}	Porcentajes de los ingresos en cuenta corriente							
Deuda Externa Total	64.6	69.2	66.6	61.9	62.1	70.5	74.4	79.8
Sector Público ^{2/}	16.6	37.9	33.0	30.2	30.6	31.8	33.4	38.1
Sector Privado	48.0	31.3	33.5	31.7	31.4	38.6	41.0	41.6
Pago de Intereses ^{3/}	4.9	4.7	4.1	4.5	4.8	5.4	5.7	5.9
	Porcentajes del PIB							
Deuda Externa Total	20.0	21.1	21.9	21.1	22.1	24.3	26.0	30.4
Sector Público ^{2/}	5.1	11.5	10.9	10.3	10.9	11.0	11.7	14.5
Sector Privado	14.9	9.5	11.1	10.8	11.2	13.3	14.4	15.8
Pago de Intereses ^{3/}	1.5	1.4	1.4	1.5	1.7	1.9	2.0	2.3

1/ A partir de 2009, la deuda asociada a Pidiregas pasa del sector privado al sector público.

2/ Incluye al Banco de México.

3/ Incluye a los sectores público y privado.

p/ Cifras preliminares.

Nota: La suma de los parciales puede no coincidir con el total debido al redondeo.

Fuente: Banco de México, SHCP y Grupo de Trabajo de Estadísticas de Comercio Exterior, integrado por el Banco de México, el INEGI, el Servicio de Administración Tributaria y la Secretaría de Economía.

Cuadro A 54
Balanza de Pagos
Millones de dólares

	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015 ^{p/}
Cuenta Corriente	-7,834	-14,828	-20,676	-8,666	-5,218	-13,397	-16,559	-30,322	-24,846	-32,381
Ingresos	297,842	323,714	343,686	273,250	346,529	399,306	423,510	434,891	454,002	435,978
Bienes y Servicios	266,227	289,537	309,559	244,799	314,094	365,586	387,587	400,923	418,952	403,808
Bienes	250,319	272,293	291,886	229,975	298,860	350,004	371,442	380,729	397,866	381,198
Mercancías Generales	249,925	271,875	291,343	229,704	298,473	349,433	370,770	380,015	397,129	380,772
Bienes Adquiridos en Puertos por Medios de Transporte	394	418	544	271	387	571	672	714	738	426
Servicios	15,908	17,244	17,673	14,824	15,235	15,582	16,146	20,194	21,086	22,609
Turistas	9,559	10,367	10,861	9,431	9,991	10,006	10,766	11,854	14,320	15,527
Excursionistas	2,617	2,552	2,509	2,082	2,001	1,862	1,973	2,095	1,888	1,930
Transportes Diversos	1,518	1,512	1,767	1,338	1,040	1,037	961	801	866	1,428
Otros	2,213	2,813	2,536	1,974	2,203	2,676	2,445	5,444	4,011	3,724
Renta	5,578	7,664	8,530	6,797	10,812	10,569	13,154	11,320	11,024	6,978
Intereses	4,431	6,218	6,128	4,253	3,388	3,475	2,671	2,391	2,309	2,454
Otros	1,147	1,446	2,402	2,544	7,424	7,094	10,483	8,929	8,715	4,524
Transferencias	26,037	26,513	25,597	21,653	21,623	23,152	22,768	22,649	24,026	25,192
Remesas Familiares	25,567	26,059	25,145	21,306	21,304	22,803	22,438	22,303	23,647	24,771
Otras	470	454	452	347	319	349	330	346	379	421
Egresos	305,676	338,542	364,361	281,916	351,747	412,703	440,069	465,213	478,847	468,359
Bienes y Servicios	280,272	307,509	335,150	259,943	327,595	381,584	401,301	412,815	433,977	427,631
Bienes	256,631	282,604	309,501	234,901	301,803	351,209	371,151	381,638	400,440	395,573
Mercancías Generales	256,058	281,949	308,603	234,385	301,482	350,843	370,752	381,210	399,977	395,232
Bienes Adquiridos en Puertos por Medios de Transporte	573	655	898	516	321	366	399	428	462	341
Servicios	23,641	24,904	25,649	25,043	25,792	30,375	30,150	31,177	33,537	32,057
Fletes y Seguros	7,418	8,297	10,000	7,510	8,723	10,225	9,726	9,755	11,604	10,048
Turistas	4,193	4,794	4,946	4,397	4,540	5,014	5,549	6,025	6,611	7,028
Excursionistas	3,915	3,668	3,622	2,811	2,715	2,818	2,900	3,097	2,995	3,073
Transportes Diversos	2,111	2,333	2,585	2,376	2,428	2,524	3,053	3,664	3,815	3,564
Comisiones	616	270	116	419	548	452	272	228	326	302
Otros	5,389	5,542	4,380	7,530	6,838	9,342	8,650	8,407	8,186	8,043
Renta	25,316	30,925	29,083	21,913	24,066	30,941	38,559	51,403	43,760	39,823
Utilidades Remitidas	2,449	5,381	2,931	3,854	4,720	3,695	8,618	11,881	4,336	5,267
Utilidades Reinvertidas	8,028	8,463	9,319	5,132	5,108	9,460	9,509	16,121	13,747	8,711
Intereses	14,840	17,080	16,833	12,926	14,239	17,787	20,431	23,401	25,676	25,845
Sector Público	8,144	8,476	8,410	6,700	7,507	9,557	11,728	13,264	13,775	13,402
Sector Privado	6,695	8,604	8,422	6,226	6,731	8,230	8,703	10,137	11,901	12,442
Transferencias	88	108	128	60	86	178	209	995	1,111	905
Cuenta Financiera	10,064	23,589	33,936	15,779	48,747	52,778	54,905	67,767	57,947	33,826
Inversión Extranjera Directa	15,267	24,153	27,780	8,286	11,320	11,110	-2,164	32,587	17,325	20,310
En México	21,026	32,409	28,937	17,890	26,369	23,746	20,306	45,726	25,629	28,382
En el Exterior	-5,758	-8,256	-1,157	-9,604	-15,050	-12,636	-22,470	-13,138	-8,304	-8,072
Inversión de Cartera	-1,607	-1,474	17,238	-14,981	32,157	47,836	73,348	49,032	46,345	27,985
Pasivos	122	13,265	4,577	15,288	38,060	42,512	81,842	51,119	47,079	20,389
Sector Público	-8,011	2,057	1,257	9,314	28,096	36,975	56,869	33,156	36,019	16,923
Valores Emitidos en el Exterior	-10,523	-5,753	-4,696	5,836	4,970	5,326	10,226	11,184	12,956	15,663
Mercado de Dinero	2,512	7,810	5,953	3,479	23,126	31,650	46,643	21,973	23,063	1,260
Sector Privado	3,171	2,907	-6,489	5,973	9,964	5,537	24,973	17,963	11,060	3,466
Valores Emitidos en el Exterior	364	3,388	-2,966	1,818	9,589	12,101	15,099	18,905	6,227	-135
Mercado Accionario y de Dinero	2,806	-481	-3,523	4,155	374	-6,564	9,873	-942	4,833	3,601
Pidiregas	4,963	8,301	9,810	0	0	0	0	0	0	0
Activos	-1,729	-14,739	12,661	-30,269	-5,903	5,324	-8,494	-2,086	-734	7,597
Otra Inversión	-3,596	910	-11,082	22,474	5,271	-6,168	-16,279	-13,853	-5,723	-14,469
Pasivos	514	19,719	7,623	1,497	32,276	-2,494	-10,005	13,426	15,187	-1,638
Sector Público	-11,504	-1,195	768	11,826	5,478	302	-1,432	-2,553	3,133	320
Banca de Desarrollo	-7,947	-1,040	-496	1,194	648	-283	398	426	870	-651
Banco de México	0	0	0	7,229	-3,221	0	0	0	0	0
Sector no Bancario	-3,557	-155	1,265	3,402	8,051	585	-1,830	-2,980	2,263	971
Sector Privado	9,955	15,990	3,811	-10,328	26,799	-2,796	-8,573	15,979	12,055	-1,959
Banca Comercial	3,385	11,214	234	-4,085	28,903	-2,931	-5,856	13,811	6,206	-3,247
Sector no Bancario	6,569	4,776	3,577	-6,243	-2,105	135	-2,717	2,168	5,848	1,289
Pidiregas	2,063	4,924	3,044	0	0	0	0	0	0	0
Activos	-4,110	-18,809	-18,705	20,977	-27,005	-3,674	-6,274	-27,279	-20,910	-12,830
Errores y Omisiones	-24	2,094	-5,182	-2,584	-22,914	-11,201	-20,822	-19,656	-16,773	-17,112
Variación de la Reserva Internacional Bruta	2,220	10,881	8,091	4,591	20,695	28,621	17,841	13,150	15,482	-18,085
Ajustes por Valoración	-14	-25	-12	-63	-79	-441	-317	4,639	847	2,418

p/ Cifras preliminares.

Nota: La suma de los parciales puede no coincidir con el total debido al redondeo.

Fuente: Banco de México.

Cuadro A 55
Balanza de Pagos
Millones de dólares

	2014		2015 ^{p/}			
	Anual	I Trim	II Trim	III Trim	IV Trim	Anual
Cuenta Corriente	-24,846	-8,891	-7,613	-8,179	-7,698	-32,381
Cuenta Financiera	57,947	5,915	13,821	2,390	11,699	33,826
Inversión Extranjera Directa	17,325	4,719	3,182	8,729	3,680	20,310
En México	25,629	9,327	5,580	8,584	4,891	28,382
De Mexicanos en el Exterior	-8,304	-4,608	-2,398	145	-1,211	-8,072
Inversión de Cartera	46,345	8,414	10,612	1,047	7,913	27,985
Pasivos	47,079	8,295	10,026	1,884	183	20,389
Sector Público	36,019	9,076	5,006	2,027	815	16,923
Valores Emitidos en el Exterior	12,956	9,401	3,802	374	2,085	15,663
Mercado de Dinero	23,063	-326	1,204	1,652	-1,271	1,260
Sector Privado	11,060	-781	5,021	-142	-632	3,466
Valores Emitidos en el Exterior	6,227	-2,123	2,974	-1,314	328	-135
Mercado Accionario y de Dinero	4,833	1,343	2,046	1,172	-960	3,601
Activos	-734	119	585	-838	7,730	7,597
Otra Inversión	-5,723	-7,218	27	-7,385	106	-14,469
Pasivos	15,187	-2,494	-1,902	5,834	-3,077	-1,638
Sector Público	3,133	2,976	-846	798	-2,608	320
Banco de México	0	0	0	0	0	0
Sector Privado	12,055	-5,470	-1,056	5,037	-469	-1,959
Activos	-20,910	-4,724	1,930	-13,219	3,183	-12,830
Errores y Pmisiones	-16,773	6,031	-9,418	-6,116	-7,609	-17,112
Variación de la Reserva Internacional Bruta	15,482	2,083	-3,459	-12,377	-4,332	-18,085
Ajustes por Valoración	847	971	250	472	725	2,418

p/ Cifras preliminares.

Nota: La suma de los parciales puede no coincidir con el total debido al redondeo.

Fuente: Banco de México.

Cuadro A 56
Cuenta Corriente
Millones de dólares

	2014		2015 ^{p/}			
	Anual	I Trim	II Trim	III Trim	IV Trim	Anual
Cuenta Corriente	-24,846	-8,891	-7,613	-8,179	-7,698	-32,381
Balanza de Bienes y Servicios	-15,024	-4,143	-3,978	-9,857	-5,845	-23,823
Bienes	-2,573	-2,170	-1,823	-6,456	-3,927	-14,375
Mercancías	-2,849	-2,201	-1,852	-6,469	-3,939	-14,460
Exportaciones	397,129	90,404	98,134	96,094	96,141	380,772
Importaciones	399,977	92,605	99,985	102,562	100,080	395,232
Adquiridos en Puertos por Medios de Transporte	275	31	29	13	12	85
Servicios	-12,451	-1,973	-2,156	-3,401	-1,919	-9,448
Balanza de Renta	-32,736	-10,384	-9,855	-4,718	-7,888	-32,844
Balanza de Transferencias	22,915	5,635	6,220	6,396	6,036	24,287
Balanza Comercial Petrolera	1,097	-1,841	-1,422	-3,686	-2,907	-9,855
Balanza Comercial No Petrolera	-3,945	-360	-430	-2,783	-1,032	-4,605

p/ Cifras preliminares.

Nota: La suma de los parciales puede no coincidir con el total debido al redondeo.

Fuente: Banco de México.

Cuadro A 57
Comercio Exterior
Millones de dólares

	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015 ^{p/}
Exportaciones	214,233.0	249,925.1	271,875.3	291,342.6	229,703.6	298,473.1	349,433.4	370,769.9	380,015.1	397,128.7	380,772.0
Petroleras	31,888.6	39,016.8	43,013.8	50,635.4	30,831.3	41,693.4	56,443.4	52,955.8	49,481.5	42,586.5	23,432.5
Petróleo Crudo ^{1/}	28,329.5	34,707.1	37,937.2	43,341.5	25,614.0	35,918.5	49,380.6	46,852.4	42,711.7	35,855.5	18,779.4
Otras	3,559.1	4,309.7	5,076.7	7,293.8	5,217.3	5,774.9	7,062.8	6,103.4	6,769.8	6,731.0	4,653.0
No Petroleras	182,344.4	210,908.3	228,861.5	240,707.2	198,872.2	256,779.7	292,990.0	317,814.1	330,533.6	354,542.2	357,339.6
Agropecuarias	5,981.1	6,835.9	7,415.0	7,894.6	7,725.9	8,610.4	10,309.5	10,914.2	11,245.8	12,181.3	12,858.4
Extractivas	1,167.7	1,320.6	1,737.1	1,931.0	1,447.9	2,424.0	4,063.5	4,906.5	4,714.4	5,064.0	4,504.5
Manufacturas	175,195.6	202,751.8	219,709.4	230,881.6	189,698.4	245,745.3	278,617.1	301,993.4	314,573.4	337,296.9	339,976.7
Importaciones	221,819.5	256,058.4	281,949.0	308,603.3	234,385.0	301,481.8	350,842.9	370,751.6	381,210.2	399,977.2	395,232.4
Petroleras	16,393.7	19,637.0	25,469.2	35,656.9	20,462.5	30,211.2	42,704.1	41,138.5	40,867.8	41,489.7	33,287.7
No Petroleras	205,425.8	236,421.3	256,479.9	272,946.3	213,922.5	271,270.7	308,138.8	329,613.1	340,342.3	358,487.5	361,944.7
Bienes de Consumo	31,512.9	36,901.0	43,054.5	47,940.7	32,828.1	41,422.7	51,790.2	54,272.4	57,329.4	58,299.1	56,279.4
Petroleras	5,570.7	7,303.1	10,931.9	15,805.1	8,929.7	12,820.3	18,964.6	18,668.8	16,931.9	15,756.8	13,058.8
No Petroleras	25,942.1	29,597.9	32,122.6	32,135.6	23,898.4	28,602.4	32,825.7	35,603.6	40,397.5	42,542.4	43,220.5
Bienes Intermedios	164,091.1	188,632.5	205,295.5	221,565.4	170,911.7	229,812.4	264,020.2	277,911.1	284,823.4	302,031.2	297,253.4
Petroleras	10,823.0	12,333.9	14,537.3	19,851.8	11,532.8	17,390.8	23,739.5	22,469.7	23,935.9	25,732.9	20,228.8
No Petroleras	153,268.1	176,298.5	190,758.2	201,713.6	159,378.9	212,421.6	240,280.7	255,441.4	260,887.5	276,298.3	277,024.5
Bienes de Capital	26,215.5	30,524.9	33,599.0	39,097.1	30,645.2	30,246.7	35,032.4	38,568.1	39,057.4	39,646.8	41,699.7
Balanza Comercial	-7,586.6	-6,133.2	-10,073.7	-17,260.7	-4,681.4	-3,008.7	-1,409.5	18.3	-1,195.1	-2,848.5	-14,460.4
Balanza Comercial Petrolera	15,494.9	19,379.8	17,544.6	14,978.4	10,368.9	11,482.3	13,739.3	11,817.2	8,613.7	1,096.8	-9,855.2
Balanza Comercial No Petrolera	-23,081.4	-25,513.0	-27,618.4	-32,239.1	-15,050.3	-14,490.9	-15,148.8	-11,798.9	-9,808.8	-3,945.3	-4,605.2

1/ Información proporcionada por PMI Internacional, S.A. de C.V., misma que corresponde a sus cifras operativas.

p/ Cifras preliminares.

Nota: La suma de los parciales puede no coincidir con el total debido al redondeo.

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

Cuadro A 58
Exportaciones por Sector de Origen
Millones de dólares

Concepto	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015 ^{p/}
Total	291,342.6	229,703.6	298,473.1	349,433.4	370,769.9	380,015.1	397,128.7	380,772.0
I. Agricultura y Silvicultura	6,851.2	6,575.5	7,325.5	8,652.9	9,225.7	9,764.9	10,345.5	10,883.1
II. Ganadería, Apicultura y Pesca	1,043.4	1,150.4	1,284.9	1,656.6	1,688.5	1,480.9	1,835.8	1,975.3
III. Industrias Extractivas	52,566.4	32,279.3	44,117.4	60,506.8	57,862.3	54,195.9	47,650.5	27,936.9
Petróleo Crudo ^{1/}	43,341.5	25,614.0	35,918.5	49,380.6	46,852.4	42,711.7	35,855.5	18,779.4
Resto	9,224.9	6,665.3	8,198.9	11,126.2	11,009.9	11,484.2	11,795.0	9,157.5
IV. Industrias Manufactureras	230,881.6	189,698.4	245,745.3	278,617.1	301,993.4	314,573.4	337,296.9	339,976.7
A. Alimentos, Bebidas y Tabaco	8,467.3	8,346.4	9,552.1	11,528.9	11,697.1	12,902.4	13,202.2	13,514.6
B. Textiles, Artículos de Vestir e Industria del Cuero	7,684.5	6,400.3	7,151.0	7,856.4	8,036.5	8,305.3	8,468.5	8,251.6
C. Industria de la Madera	582.2	479.0	492.9	530.6	583.7	727.9	721.0	783.2
D. Papel, Imprenta e Industria Editorial	1,944.8	1,665.7	1,959.7	2,119.1	1,962.8	1,884.4	1,971.0	1,958.8
E. Química	8,382.1	7,582.3	8,521.5	9,910.2	10,945.6	11,103.1	10,909.9	10,299.3
F. Productos Plásticos y de Caucho	6,409.7	5,390.9	6,870.4	8,094.6	9,265.3	9,770.3	10,433.4	10,307.0
G. Fabricación de Otros Productos hechos a base de Minerales No Metálicos	3,051.1	2,430.5	2,951.6	3,094.9	3,407.7	3,657.7	3,790.2	3,819.8
H. Siderurgia	8,728.4	4,943.3	6,542.5	7,913.0	7,743.6	8,446.3	8,549.0	6,813.7
I. Minerometalurgia	8,686.8	8,561.1	12,333.8	17,397.8	17,020.4	12,982.2	11,275.8	10,084.5
J. Productos Metálicos, Maquinaria y Equipo	169,410.3	137,566.1	182,696.7	202,353.1	222,030.5	234,643.7	256,325.3	261,293.1
1. Para la Agricultura y Ganadería	463.1	409.6	558.5	691.2	807.8	910.5	868.4	788.7
2. Para Otros Transportes y Comunicaciones	58,168.2	43,690.7	66,489.4	81,655.5	91,566.9	101,673.4	114,788.3	119,667.3
Industria Automotriz	55,681.0	42,373.1	64,947.9	79,176.5	88,377.2	97,780.9	109,395.1	114,493.4
3. Maquinaria y Equipos Especiales para Ind. Diversas	27,894.3	24,073.5	33,560.7	38,514.2	43,732.0	43,078.9	48,676.6	47,028.7
4. Productos Metálicos de Uso Doméstico	3,344.6	3,820.3	4,715.6	5,152.9	5,252.7	5,639.8	5,774.5	6,070.0
5. Equipo Profesional y Científico	9,007.4	8,227.3	9,808.2	10,602.0	11,459.6	12,528.4	14,102.4	14,902.7
6. Equipos y Aparatos Eléctricos y Electrónicos	70,090.9	56,932.6	67,089.2	65,325.9	68,818.0	70,415.0	71,710.1	72,428.9
7. Aparatos de Fotografía, Óptica y Relojería	441.9	412.1	475.2	411.4	393.4	397.6	404.9	406.9
K. Otras Industrias	7,534.3	6,332.6	6,673.0	7,818.6	9,300.2	10,150.3	11,650.7	12,851.1

1/ Información proporcionada por PMI Internacional, S.A. de C.V., misma que corresponde a sus cifras operativas.

p/ Cifras preliminares.

Nota: La suma de los parciales puede no coincidir con el total debido al redondeo.

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

Cuadro A 59
Importaciones por Sector de Origen
Millones de dólares

Concepto	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015 ^{p/}
TOTAL	308,603.3	234,385.0	301,481.8	350,842.9	370,751.6	381,210.2	399,977.2	395,232.4
I. Agricultura y Silvicultura	11,291.1	8,303.6	9,416.7	12,632.3	12,695.6	11,704.4	11,578.6	10,629.0
II. Ganadería, Apicultura y Pesca	546.4	306.4	428.4	508.7	535.8	647.6	797.1	612.0
III. Industrias Extractivas	37,530.5	21,274.7	31,414.9	44,355.3	42,751.6	42,239.0	42,770.4	34,344.9
IV. Industrias Manufactureras	259,235.3	204,500.3	260,221.8	293,346.6	314,768.6	326,619.2	344,831.1	349,646.5
A. Alimentos, Bebidas y Tabaco	11,524.9	9,884.6	11,231.0	13,333.7	13,912.4	14,357.7	15,075.0	13,842.9
B. Textiles, Artículos de Vestir e Industria del Cuero	9,947.6	7,745.9	9,336.7	10,979.2	11,642.8	12,246.2	13,167.5	13,480.1
C. Industria de la Madera	1,671.4	1,120.0	1,308.2	1,424.2	1,541.4	1,622.0	1,725.8	1,844.7
D. Papel, Imprenta e Industria Editorial	6,700.8	5,474.4	6,612.3	6,898.9	6,885.4	7,048.6	7,273.9	7,194.6
E. Química	19,804.1	16,685.0	19,507.8	22,004.1	23,508.4	24,477.1	25,854.4	24,415.2
F. Productos Plásticos y de Caucho	16,606.8	13,270.0	18,375.3	19,891.8	22,072.8	22,719.3	24,298.0	24,635.4
G. Fabricación de Otros Productos hechos a Base de Minerales No Metálicos	2,233.1	1,658.7	2,174.0	2,547.8	2,686.7	2,676.2	3,034.0	3,033.6
H. Siderurgia	15,118.4	10,113.3	13,356.4	15,252.5	18,037.3	16,810.6	18,072.2	17,994.7
I. Minerometalurgia	8,520.1	5,550.9	8,198.3	10,191.0	9,513.3	8,896.0	9,539.7	9,464.4
J. Productos Metálicos, Maquinaria y Equipo	155,547.4	123,195.1	158,232.0	176,808.0	191,131.1	200,774.0	209,212.8	215,114.2
1. Para la Agricultura y Ganadería	877.3	682.8	785.9	927.7	989.0	963.2	957.3	1,020.7
2. Para Otros Transportes y Comunicaciones	36,119.3	24,752.5	34,599.9	41,222.3	46,902.6	48,259.9	52,187.2	53,847.1
Industria Automotriz	33,993.1	23,703.5	33,283.6	38,890.7	44,143.9	45,883.7	49,136.2	50,849.9
3. Maquinaria y Equipos Especiales para Ind. Diversas	40,850.7	33,492.7	41,281.1	46,948.0	53,268.0	55,324.9	57,753.3	59,757.2
4. Productos metálicos de uso doméstico	1,008.4	737.5	1,007.8	1,223.4	1,221.5	1,315.2	1,367.9	1,448.5
5. Equipo Profesional y Científico	11,958.9	8,192.4	9,794.7	10,789.0	11,328.3	12,034.5	12,772.1	14,638.1
6. Equipos y Aparatos Eléctricos y Electrónicos	63,983.9	54,765.4	70,070.5	74,931.6	76,625.3	82,124.7	83,409.0	83,657.7
7. Aparatos de Fotografía, Óptica y Relojería	749.0	571.9	692.1	766.2	796.3	751.7	766.1	745.0
K. Otras Industrias	11,560.8	9,802.4	11,889.7	14,015.2	13,836.9	14,991.4	17,577.8	18,626.7

p/ Cifras preliminares.

Nota: La suma de los parciales puede no coincidir con el total debido al redondeo.

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

Cuadro A 60
Comercio Exterior por Países
Millones de dólares

	Exportaciones					Importaciones				
	2011	2012	2013	2014	2015 ^{p/}	2011	2012	2013	2014	2015 ^{p/}
Total	349,433	370,770	380,015	397,129	380,772	350,843	370,752	381,210	399,977	395,232
América	311,801	327,481	337,728	354,756	341,979	198,988	209,713	212,417	220,846	209,666
América del Norte	285,121	298,780	309,892	329,080	319,334	184,002	195,000	197,109	205,323	196,750
Estados Unidos	274,427	287,842	299,439	318,366	308,788	174,356	185,110	187,262	195,278	186,802
Canadá	10,695	10,938	10,453	10,714	10,546	9,645	9,890	9,847	10,045	9,948
Centroamérica	5,481	5,992	5,873	5,865	6,080	3,923	4,573	4,902	4,320	2,240
Costa Rica	998	993	977	996	965	2,650	3,259	3,174	2,542	550
El Salvador	666	609	639	605	636	110	106	126	127	136
Guatemala	1,787	1,827	1,735	1,790	1,814	543	612	529	490	461
Panamá	1,024	1,136	1,047	989	1,042	121	83	17	20	121
Otros Países de Centroamérica	1,006	1,426	1,476	1,484	1,623	499	513	1,056	1,141	971
América del Sur	18,871	20,563	19,682	17,828	14,750	10,084	9,075	9,380	9,778	9,600
Argentina	1,958	1,932	1,966	1,302	1,497	1,061	1,004	1,167	1,050	1,057
Brasil	4,891	5,658	5,386	4,740	3,799	4,562	4,495	4,421	4,473	4,622
Colombia	5,633	5,592	4,735	4,734	3,668	825	877	912	935	923
Chile	2,072	2,252	2,085	2,148	1,861	2,101	1,503	1,438	1,398	1,480
Perú	1,286	1,528	1,771	1,730	1,651	582	440	585	1,106	681
Venezuela	1,661	2,118	2,155	1,552	1,222	373	189	97	72	131
Otros Países de América del Sur	1,369	1,483	1,585	1,622	1,052	579	568	760	745	706
Antillas	2,328	2,148	2,281	1,984	1,815	979	1,065	1,026	1,425	1,077
Europa	21,134	23,841	21,658	22,572	20,708	41,477	44,685	47,108	49,210	48,085
Unión Europea	19,173	22,043	19,623	20,393	18,441	37,788	40,986	43,169	44,595	43,744
Alemania	4,343	4,495	3,797	3,558	3,510	12,863	13,508	13,461	13,762	13,975
Bélgica	1,212	1,143	1,107	1,700	1,596	878	984	991	942	1,074
Dinamarca	116	190	142	147	174	443	466	421	543	483
España	4,905	7,075	6,962	5,959	3,535	3,843	4,081	4,311	4,753	4,554
Francia	720	1,282	1,288	1,603	2,120	3,360	3,467	3,686	3,786	3,727
Países Bajos	2,083	1,915	1,589	2,271	1,835	3,061	3,562	4,202	3,688	3,253
Italia	1,559	1,302	1,249	1,626	1,647	4,983	5,462	5,621	5,217	5,062
Portugal	332	173	62	45	165	520	437	420	554	425
Reino Unido	2,159	2,604	1,438	1,806	1,968	2,142	2,392	2,508	2,513	2,345
Otros Países de la Unión Europea	1,745	1,865	1,988	1,679	1,891	5,696	6,627	7,548	8,836	8,847
Otros Países Europeos	1,961	1,798	2,036	2,180	2,267	3,689	3,699	3,939	4,615	4,341
Asia	14,575	17,325	18,666	17,705	16,097	107,110	113,713	119,436	127,626	135,532
China	5,964	5,721	6,469	5,964	4,885	52,248	56,936	61,321	66,256	69,988
Corea	1,523	1,728	1,527	2,028	2,816	13,690	13,350	13,507	13,782	14,633
Filipinas	47	67	105	128	83	1,636	1,389	1,593	1,936	1,993
Hong Kong	450	825	957	1,029	768	343	339	289	290	254
India	1,819	3,322	3,963	2,702	1,841	2,385	2,951	2,868	3,727	4,067
Indonesia	126	146	213	116	88	1,231	1,191	1,149	1,348	1,327
Israel	116	116	112	136	147	542	736	616	641	695
Japón	2,252	2,611	2,244	2,609	3,017	16,494	17,655	17,076	17,545	17,368
Malasia	124	203	176	195	122	5,610	4,736	5,379	6,561	7,463
Singapur	592	724	577	529	523	1,185	1,371	1,456	1,200	1,328
Tailandia	320	407	425	361	323	3,089	3,806	4,322	4,354	4,958
Taiwán	468	371	487	392	270	5,770	6,183	6,689	6,368	6,630
Otros Países de Asia	772	1,086	1,412	1,516	1,214	2,888	3,071	3,170	3,620	4,827
África	738	682	784	890	747	1,809	1,334	1,334	1,363	980
Oceanía	993	1,196	1,105	1,116	1,166	1,433	1,295	901	913	957
Australia	894	1,086	988	1,009	1,051	984	935	518	554	599
Nueva Zelanda	92	102	112	99	106	435	335	371	349	349
Otros Países de Oceanía	7	8	5	7	10	14	25	12	11	9
No Identificados	193	244	75	89	76	26	12	13	20	13

p/ Cifras preliminares.

Nota: La suma de los parciales puede no coincidir con el total debido al redondeo.

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

Cuadro A 61
Principales Productos de Comercio Exterior

	Exportaciones				Total (Millones de dólares)	Importaciones			
	2012	2013	2014	2015 ^{p/}		2012	2013	2014	2015 p/
Total (Millones de dólares)	370,770	380,015	397,129	380,772		370,752	381,210	399,977	395,232
	Por ciento del Total					Por ciento del Total			
Automóviles para Personas	7.9	8.5	8.2	8.6	Partes y Accesorios de Vehículos	5.6	5.4	5.7	5.9
Partes y Accesorios de Vehículos	5.1	5.4	5.7	6.6	Circuitos y Microestructuras Electrónicas	3.1	3.5	3.5	3.7
Camiones para Transporte de Mercancías	4.0	4.6	5.4	5.7	Aparatos Eléctricos de Telefonía	3.6	4.0	3.4	3.7
Petróleo Crudo ^{1/}	12.6	11.2	9.0	4.9	Gasolina	4.9	4.3	3.8	3.3
Computadoras	5.0	4.6	5.2	4.8	Automóviles para Personas	2.1	2.2	2.1	2.4
Televisores	4.8	4.4	4.2	4.4	Computadoras	2.2	2.3	2.2	2.4
Aparatos Eléctricos de Telefonía	4.6	4.7	4.0	4.2	Partes para Grabadoras y Emisores de Televisión	2.7	2.5	2.4	1.5
Conductores Aislados para Electricidad	2.4	2.7	2.8	3.0	Aparatos para Corte o Conexión de Circuitos Eléctricos	1.4	1.5	1.5	1.5
Tractores	1.6	1.5	2.0	2.3	Conductores Aislados para Electricidad	1.3	1.4	1.4	1.4
Aparatos de Medicina o Veterinaria	1.3	1.3	1.5	1.7	Partes y Accesorios para Computadoras	1.5	1.5	1.4	1.4
Asientos y Partes de Asientos	1.3	1.4	1.6	1.6	Motores a Diesel	1.1	1.0	1.1	1.2
Refrigeradores	1.1	1.2	1.1	1.2	Pantallas de Cristal Líquido	0.9	0.8	0.8	1.2
Oro en Bruto, Semilabrado o en Polvo	2.2	1.5	1.2	1.1	Gasóleo	1.7	1.5	1.5	1.1
Partes de Motores	1.0	0.9	1.0	1.1	Partes de Plástico para Muebles, Autos, Vestido, etc.	1.0	1.0	1.0	1.1
Aceites de Petróleo excepto los Crudos	1.3	1.5	1.4	1.0	Televisores	0.8	0.8	0.8	1.0
Motores a Gasolina	0.7	0.9	0.9	0.9	Partes de Motores	0.9	0.9	0.9	0.9
Aparatos para Corte o Conexión de Circuitos Eléctricos	0.9	0.8	0.8	0.9	Transformadores Eléctricos	0.8	0.8	0.8	0.9
Vagones para Transporte de Mercancías	0.4	0.5	0.7	0.8	Partes para Aparatos de Reproducción de Sonido y Grabación	0.8	0.8	0.8	0.9
Motores y Generadores Eléctricos	0.7	0.7	0.7	0.8	Dispositivos Semiconductores	0.7	0.7	0.8	0.8
Máquinas y Aparatos para Acondicionamiento de Aire	0.5	0.6	0.7	0.8	Artículos de Grifería	0.8	0.7	0.8	0.8
Transformadores Eléctricos	0.7	0.7	0.7	0.7	Neumáticos Nuevos de Caucho	0.8	0.8	0.8	0.8
Cerveza de Malta	0.6	0.6	0.6	0.7	Bombas de Aire o de Vacío	0.9	0.8	0.9	0.8
Artículos de Grifería	0.5	0.5	0.6	0.6	Arboles de Transmisión, Cojinetes y Engranajes	0.6	0.7	0.7	0.8
Instrumentos para Regulación Automática	0.5	0.5	0.6	0.6	Gas Natural	0.5	0.7	0.8	0.7
Centrifugadoras, Filtros y Purificadores	0.5	0.5	0.6	0.6	Medicamentos para su Venta al por Menor	0.9	0.8	0.7	0.7
Lámparas y Letreros Luminosos	0.4	0.4	0.5	0.5	Barras y Ganchos de Hierro o Acero	0.7	0.7	0.7	0.7
Aparatos Eléctricos de Alumbrado	0.3	0.4	0.5	0.5	Tornillos y Pernos de Hierro o Acero	0.6	0.6	0.6	0.7
Envases de Plástico	0.4	0.5	0.5	0.5	Aparatos de Medicina o Veterinaria	0.5	0.6	0.6	0.7
Máquinas y Aparatos Eléctricos	0.4	0.4	0.5	0.5	Envases de Plástico	0.6	0.6	0.6	0.6
Condensadores Eléctricos Fijos	0.1	0.1	0.5	0.5	Maíz	0.8	0.5	0.6	0.6
Plata en Bruto, Semilabrada o en Polvo	1.2	0.8	0.6	0.5	Máquinas y Aparatos para Imprimir	0.6	0.6	0.6	0.6
Circuitos y Microestructuras Electrónicas	0.4	0.4	0.4	0.5	Centrifugadoras, Filtros y Purificadores	0.5	0.5	0.5	0.6
Bombas para Líquidos	0.4	0.4	0.5	0.5	Polímeros de Etileno	0.5	0.6	0.6	0.6
Micrófonos y sus Soportes	0.4	0.5	0.5	0.5	Bombas para Líquidos	0.6	0.6	0.5	0.6
Tomate Fresco o Refrigerado	0.5	0.5	0.5	0.5	Circuitos Impresos	0.5	0.6	0.5	0.5
Hortalizas Frescas o Refrigeradas	0.4	0.5	0.4	0.5	Asientos y sus Partes	0.4	0.5	0.5	0.5
Partes de Plástico para Muebles, Autos, Vestido, etc.	0.4	0.4	0.4	0.5	Camiones para Transporte de Mercancías	0.6	0.6	0.5	0.5
Aguacate	0.2	0.3	0.4	0.4	Turbinas de Gas	0.5	0.4	0.5	0.5
Radios	0.3	0.4	0.4	0.4	Motores y Generadores Eléctricos	0.4	0.4	0.4	0.5
Medicamentos para su Venta al por Menor	0.4	0.3	0.4	0.4	Motores de Gasolina	0.6	0.6	0.5	0.5
Otros	31.5	31.8	32.0	32.9	Otros	50.3	50.3	50.8	50.4

^{1/} Información proporcionada por PMI Comercio Internacional, S. A. de C.V., misma que corresponde a sus cifras operativas y está sujeta a revisiones posteriores.

p/ Cifras preliminares.

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

Cuadro A 62
Viajeros Internacionales

Concepto	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015 ^{p/}
Saldo (Millones de dólares)	2,798	3,108	3,837	4,203	4,068	4,457	4,802	4,305	4,737	4,037	4,291	4,827	6,603	7,357
Receptivo														
Ingresos (Millones de dólares)	8,858	9,362	10,796	11,803	12,177	12,919	13,370	11,513	11,992	11,869	12,739	13,949	16,208	17,457
Turistas	6,084	6,680	7,783	8,502	8,955	9,737	10,152	8,827	9,443	9,448	10,199	11,312	13,580	14,736
Viajeros Fronterizos	2,492	2,393	2,591	2,848	2,764	2,684	2,734	2,232	2,020	1,942	2,100	2,279	2,210	2,301
Con Pernocta	641	572	599	644	605	630	708	604	548	558	568	542	740	791
Sin Pernocta	1,851	1,821	1,993	2,204	2,159	2,054	2,026	1,628	1,472	1,384	1,533	1,737	1,470	1,510
Visitantes en Cruceros	282	289	421	453	458	498	483	454	529	479	440	358	419	419
Número de Viajeros (Miles)	100,154	92,330	99,250	103,146	97,701	93,582	92,948	88,044	81,953	75,732	76,749	78,100	81,042	87,221
Turistas	9,883	10,353	11,553	12,534	12,608	13,041	13,425	12,501	13,327	13,237	13,665	14,562	16,000	18,350
Viajeros Fronterizos	85,136	77,002	81,204	83,905	78,577	73,599	73,031	69,842	62,578	57,205	57,885	58,983	59,257	62,756
Con Pernocta	9,784	8,312	9,065	9,381	8,745	8,565	9,505	9,845	9,962	10,166	9,738	9,589	13,346	13,795
Sin Pernocta	75,352	68,690	72,139	74,524	69,832	65,034	63,526	59,997	52,615	47,039	48,148	49,394	45,911	48,962
Visitantes en Cruceros	5,136	4,974	6,493	6,707	6,516	6,943	6,491	5,701	6,048	5,289	5,199	4,555	5,785	6,115
Gasto Medio (Dólares)	88.4	101.4	108.8	114.4	124.6	138.1	143.8	130.8	146.3	156.7	166.0	178.6	200.0	200.1
Turistas	615.6	645.2	673.7	678.4	710.3	746.7	756.2	706.1	708.5	713.8	746.3	776.8	848.8	803.1
Viajeros Fronterizos	29.3	31.1	31.9	33.9	35.2	36.5	37.4	32.0	32.3	33.9	36.3	38.6	37.3	36.7
Con Pernocta	65.5	68.8	66.1	68.6	69.2	73.5	74.5	61.3	55.0	54.9	58.3	56.5	55.5	57.3
Sin Pernocta	24.6	26.5	27.6	29.6	30.9	31.6	31.9	27.1	28.0	29.4	31.8	35.2	32.0	30.8
Visitantes en Cruceros	55.0	58.0	64.8	67.5	70.3	71.8	74.4	79.6	87.4	90.5	84.7	78.6	72.4	68.6
Egresivo														
Egresos (Millones de dólares)	6,060	6,253	6,959	7,600	8,108	8,462	8,568	7,207	7,255	7,832	8,449	9,122	9,606	10,100
Turistas	2,429	2,565	2,911	3,314	3,805	4,373	4,566	4,058	4,187	4,693	5,223	5,777	6,153	6,471
Viajeros Fronterizos	3,631	3,688	4,048	4,287	4,303	4,089	4,001	3,149	3,067	3,139	3,226	3,346	3,452	3,629
Con Pernocta	349	270	316	340	388	421	380	339	353	321	326	248	457	556
Sin Pernocta	3,282	3,418	3,732	3,947	3,915	3,668	3,622	2,811	2,715	2,818	2,900	3,097	2,995	3,073
Número de Viajeros (Miles)	124,633	123,015	128,903	128,392	122,022	109,540	107,519	98,228	91,658	88,113	87,332	90,777	90,982	95,027
Turistas	6,492	6,603	7,398	8,000	8,486	9,387	9,397	9,037	9,331	10,200	11,209	11,694	11,243	11,279
Viajeros Fronterizos	118,141	116,412	121,505	120,392	113,536	100,153	98,122	89,191	82,326	77,913	76,124	79,083	79,739	83,748
Con Pernocta	5,456	4,441	5,096	5,305	5,516	5,870	5,129	5,067	5,003	4,599	4,372	4,217	7,018	8,329
Sin Pernocta	112,685	111,971	116,409	115,087	108,020	94,283	92,992	84,124	77,323	73,314	71,752	74,866	72,721	75,419
Gasto Medio (Dólares)	48.6	50.8	54.0	59.2	66.4	77.2	79.7	73.4	79.2	88.9	96.7	100.5	105.6	106.3
Turistas	374.1	388.5	393.5	414.2	448.4	465.8	485.9	449.0	448.8	460.1	466.0	494.0	547.3	573.7
Viajeros Fronterizos	30.7	31.7	33.3	35.6	37.9	40.8	40.8	35.3	37.3	40.3	42.4	42.3	43.3	43.3
Con Pernocta	63.9	60.7	62.1	64.0	70.3	71.8	74.0	66.9	70.5	69.9	74.5	58.9	65.2	66.8
Sin Pernocta	29.1	30.5	32.1	34.3	36.2	38.9	38.9	33.4	35.1	38.4	40.4	41.4	41.2	40.7

p/ Cifras preliminares.

Nota: La suma de los parciales puede no coincidir con el total debido al redondeo.

Fuente: Banco de México.

Cuadro A 63
Ingresos del Exterior por Remesas Familiares

	2010	2011	2012	2013	2014	2015 ^{p/}
Remesas Totales (Millones de dólares)	21,304	22,803	22,438	22,303	23,647	24,771
Por Órdenes de Pago (Money Orders)	390	207	195	218	267	162
Por Medios Electrónicos	20,583	22,229	21,858	21,749	22,914	24,146
En Efectivo y Especie	331	367	386	335	466	463
Número de Remesas (Miles)	67,536	69,861	71,611	76,752	80,529	84,706
Por Órdenes de Pago (Money Orders)	816	427	393	422	525	303
Por Medios Electrónicos	65,930	68,553	70,351	75,498	78,870	83,146
En Efectivo y Especie	789	881	867	833	1,133	1,257
Remesa Promedio (Dólares)	315	326	313	291	294	292
Por Órdenes de Pago (Money Orders)	478	484	495	517	509	534
Por Medios Electrónicos	312	324	311	288	291	290
En Efectivo y Especie	419	417	445	402	411	369

p/ Cifras preliminares.

Nota: La suma de los parciales puede no coincidir con el total debido al redondeo.

Fuente: Banco de México.

Cuadro A 64
Ingresos del Exterior por Remesas Familiares
Por entidad federativa y comparación internacional

Por Entidad Federativa y Comparación Internacional													
Entidad	Distribución por Entidad Federativa										Comparación Internacional: Países Selectos en 2014		
	Lugar Ocupado					Estructura Porcentual					País	Millones de Dólares	Como Porcentaje del PIB
	1995	2003	2011	2014	2015 ^{p/}	1996	2002	2011	2014	2015 ^{p/}			
											India	42,354	2.3
Michoacán	1	1	1	1	1	16.25	11.81	10.11	10.48	10.22	México		
Guanajuato	3	2	2	3	2	10.25	9.30	9.28	8.47	9.13	2011	22,803	1.9
Jalisco	2	3	3	2	3	12.70	8.82	8.80	9.43	8.95	2012	22,438	1.9
Estado de México	7	4	4	4	4	4.39	7.31	7.12	6.78	6.30	2013	22,303	1.8
Puebla	6	7	5	6	5	4.84	5.64	6.33	5.61	5.53	2014	23,647	1.8
Oaxaca	8	9	6	7	6	4.34	5.20	5.95	5.21	5.20	2015	24,771	2.2
Guerrero	4	6	7	10	7	6.11	5.80	5.57	4.01	5.16			
Distrito Federal	5	8	8	5	8	5.34	5.38	5.40	5.92	4.40	China	n.d.	n.d.
Veracruz	15	5	9	8	9	2.07	6.60	5.29	4.23	4.38	Nigeria	20,631	4.0
San Luis Potosí	10	12	11	11	10	3.26	2.67	3.16	3.36	3.43	Filipinas	20,380	7.5
Zacatecas	11	13	12	12	11	3.12	2.66	2.76	3.12	3.10	Egipto	19,570	7.2
Hidalgo	16	10	10	9	12	1.95	4.02	3.19	4.22	2.93	Pakistán	17,027	7.4
Baja California	23	24	19	14	13	0.85	0.94	1.77	2.48	2.75	Bangladesh	14,912	9.9
Tamaulipas	21	20	16	15	14	1.27	1.55	1.98	2.37	2.68	Indonesia	8,345	0.9
Nuevo León	22	22	23	13	15	1.05	1.25	1.42	2.54	2.60	Sri Lanka	7,018	9.4
Chihuahua	19	19	18	19	16	1.75	1.56	1.89	2.03	2.60	Libano	6,447	14.5
Chiapas	27	11	14	22	17	0.54	2.87	2.43	1.67	2.39	Guatemala	5,718	10.6
Morelos	9	14	13	16	18	3.56	2.46	2.56	2.21	2.22	Nepal	5,562	28.9
Durango	14	17	17	18	19	2.08	1.73	1.89	2.09	2.15	Arabia Saudita	4,800	0.6
Sinaloa	13	15	15	17	20	2.99	2.12	2.38	2.16	2.15	República Dominicana	4,571	7.4
Querétaro	17	16	20	21	21	1.93	1.87	1.58	1.75	1.86	El Salvador	4,217	17.3
Nayarit	20	21	21	23	22	1.57	1.50	1.53	1.55	1.61	Colombia	4,093	1.1
Coahuila	18	25	25	20	23	1.84	0.92	1.13	1.82	1.56	Portugal	4,052	1.8
Sonora	24	26	24	25	24	0.76	0.85	1.26	1.27	1.52	Tailandia	3,792	0.9
Agascalientes	12	18	22	24	25	3.11	1.72	1.46	1.37	1.41	Polonia	3,624	0.7
Tlaxcala	26	23	26	27	26	0.60	0.99	1.07	0.84	0.91	Jordania	3,363	10.0
Colima	25	27	27	26	27	0.75	0.69	0.83	1.17	0.88	Homduras	3,353	18.1
Yucatán	28	29	28	28	28	0.31	0.40	0.53	0.53	0.54	Yemen	3,351	9.3
Tabasco	32	28	29	29	29	0.09	0.57	0.48	0.48	0.53	Rumania	2,658	1.4
Quintana Roo	29	30	30	30	30	0.13	0.35	0.43	0.44	0.47	Perú	2,639	1.3
Campeche	31	31	31	31	31	0.10	0.34	0.25	0.22	0.23	Serbia	2,566	5.6
Baja California Sur	30	32	32	32	32	0.12	0.13	0.18	0.20	0.21	Ecuador	2,462	2.6
											Kirguistán	2,243	30.6
											Ghana	2,008	4.2
Total						100.00	100.00	100.00	100.00	100.00			

p/ Cifras preliminares.

Fuente: Elaborado con datos de la División de Balanza de Pagos del Fondo Monetario Internacional. En el caso de México la fuente es Banco de México.

Cuadro A 65
Inversión Extranjera en Valores Gubernamentales
 Saldos vigentes a valor nominal a fin de periodo
 Miles de millones de dólares

	CETES		BONDES		UDIBONOS		BONDES D ^{1/}		BONOS		Total	
	Saldo	%	Saldo	%	Saldo	%	Saldo	%	Saldo	%	Saldo	%
2002	0.3	17.4	0.1	3.3	*	0.2	0.1	8.2	1.1	70.9	1.6	100.0
2003	0.4	18.0	0.5	21.9	*	0.4	0.0	2.1	1.2	57.5	2.1	100.0
2004	0.6	9.1	*	0.3	*	0.7	0.2	2.7	6.1	87.2	7.0	100.0
2005	0.3	3.2	0.2	2.3	0.3	2.6	0.5	4.7	8.8	87.2	10.1	100.0
2006	0.6	4.7	*	0.0	0.4	3.3	0.6	5.1	10.8	86.9	12.4	100.0
2007	0.9	4.3	*	0.0	0.5	2.4	0.1	0.5	18.8	92.8	20.2	100.0
2008	1.3	6.4	0.0	0.0	0.7	3.3	0.1	0.5	17.9	89.8	20.0	100.0
2009	0.9	3.7	0.0	0.0	0.9	3.9	0.0	0.2	22.1	92.2	24.0	100.0
2010	8.1	16.8	0.0	0.0	2.0	4.1	0.8	1.7	37.5	77.4	48.4	100.0
2011	15.6	22.3	0.0	0.0	3.0	4.3	0.6	0.9	50.7	72.6	69.8	100.0
2012	38.4	31.7	0.0	0.0	6.9	5.7	0.4	0.3	75.4	62.3	121.2	100.0
2013	45.8	32.6	0.0	0.0	6.7	4.8	0.4	0.3	87.3	62.3	140.3	100.0
2014	42.5	29.5	0.0	0.0	8.4	5.8	0.2	0.1	92.8	64.5	143.9	100.0
2015	26.2	21.2	0.0	0.0	6.8	5.5	0.2	0.2	90.2	73.1	123.3	100.0
2012 Ene	19.4	24.1	0.0	0.0	4.0	4.9	0.4	0.5	56.7	70.5	80.4	100.0
Feb	24.4	28.2	0.0	0.0	4.4	5.0	0.4	0.4	57.3	66.3	86.3	100.0
Mar	25.3	28.2	0.0	0.0	5.1	5.7	0.3	0.3	59.0	65.8	89.7	100.0
Abr	26.4	28.7	0.0	0.0	6.2	6.7	0.4	0.4	59.1	64.2	92.1	100.0
May	21.7	26.0	0.0	0.0	5.6	6.7	0.3	0.4	55.7	66.9	83.3	100.0
Jun	23.9	26.3	0.0	0.0	5.8	6.4	0.3	0.3	61.1	67.0	91.1	100.0
Jul	26.9	27.6	0.0	0.0	5.5	5.7	0.3	0.3	64.7	66.4	97.4	100.0
Ago	29.7	29.5	0.0	0.0	5.6	5.6	0.3	0.3	65.1	64.6	100.8	100.0
Sep	29.6	27.4	0.0	0.0	6.2	5.7	0.3	0.2	72.1	66.7	108.1	100.0
Oct	28.7	26.4	0.0	0.0	6.5	5.9	0.3	0.3	73.4	67.4	109.0	100.0
Nov	29.2	25.7	0.0	0.0	6.6	5.8	0.3	0.3	77.8	68.3	114.0	100.0
Dic	38.4	31.7	0.0	0.0	6.9	5.7	0.4	0.3	75.4	62.3	121.2	100.0
2013 Ene	39.2	30.9	0.0	0.0	7.5	5.9	0.4	0.3	80.0	62.9	127.1	100.0
Feb	37.6	29.5	0.0	0.0	8.3	6.5	0.3	0.3	81.5	63.8	127.7	100.0
Mar	38.8	28.4	0.0	0.0	9.6	7.1	0.5	0.4	87.5	64.2	136.4	100.0
Abr	36.7	26.0	0.0	0.0	10.4	7.4	0.7	0.5	93.1	66.1	141.0	100.0
May	36.3	26.8	0.0	0.0	9.6	7.1	0.7	0.5	88.6	65.6	135.2	100.0
Jun	38.2	29.3	0.0	0.0	8.6	6.6	0.5	0.4	82.9	63.7	130.2	100.0
Jul	38.3	28.9	0.0	0.0	7.8	5.9	0.6	0.5	85.8	64.7	132.6	100.0
Ago	35.0	27.8	0.0	0.0	6.6	5.3	0.5	0.4	83.8	66.6	125.9	100.0
Sep	36.8	28.0	0.0	0.0	6.5	4.9	0.5	0.4	88.0	66.7	131.8	100.0
Oct	34.3	26.0	0.0	0.0	6.9	5.2	0.5	0.4	90.2	68.4	131.9	100.0
Nov	34.6	25.8	0.0	0.0	7.4	5.5	0.6	0.5	91.3	68.2	134.0	100.0
Dic	45.8	32.6	0.0	0.0	6.7	4.8	0.4	0.3	87.3	62.3	140.3	100.0
2014 Ene	41.8	30.6	0.0	0.0	6.0	4.4	0.5	0.3	88.1	64.6	136.4	100.0
Feb	46.8	32.6	0.0	0.0	6.4	4.4	0.5	0.3	90.1	62.7	143.8	100.0
Mar	45.7	31.5	0.0	0.0	6.8	4.7	0.5	0.3	91.8	63.4	144.8	100.0
Abr	39.8	28.4	0.0	0.0	7.1	5.1	0.4	0.3	92.8	66.2	140.2	100.0
May	43.9	29.6	0.0	0.0	6.6	4.5	0.5	0.3	97.3	65.6	148.2	100.0
Jun	50.0	33.0	0.0	0.0	7.2	4.7	0.4	0.3	94.0	62.0	151.7	100.0
Jul	48.4	31.7	0.0	0.0	8.1	5.3	0.4	0.3	95.5	62.7	152.4	100.0
Ago	45.1	29.9	0.0	0.0	8.6	5.7	0.4	0.3	96.6	64.1	150.7	100.0
Sep	43.9	29.6	0.0	0.0	8.7	5.9	0.4	0.3	95.3	64.3	148.3	100.0
Oct	42.6	28.7	0.0	0.0	8.6	5.8	0.3	0.2	97.1	65.3	148.6	100.0
Nov	46.3	30.3	0.0	0.0	8.8	5.7	0.2	0.2	97.5	63.8	152.8	100.0
Dic	42.5	29.5	0.0	0.0	8.4	5.8	0.2	0.1	92.8	64.5	143.9	100.0
2015 Ene	40.7	28.1	0.0	0.0	8.3	5.7	0.2	0.1	95.8	66.1	145.0	100.0
Feb	38.6	27.0	0.0	0.0	8.8	6.2	0.2	0.1	95.5	66.7	143.2	100.0
Mar	36.0	26.0	0.0	0.0	8.9	6.4	0.2	0.1	93.2	67.4	138.2	100.0
Abr	32.8	23.9	0.0	0.0	9.3	6.8	0.2	0.1	95.1	69.2	137.3	100.0
May	30.6	22.5	0.0	0.0	9.3	6.8	0.2	0.2	96.1	70.6	136.2	100.0
Jun	33.4	24.7	0.0	0.0	8.8	6.5	0.3	0.2	93.0	68.6	135.5	100.0
Jul	32.5	24.4	0.0	0.0	7.9	5.9	0.2	0.2	92.4	69.5	133.0	100.0
Ago	30.0	23.3	0.0	0.0	7.4	5.8	0.2	0.1	90.8	70.7	128.4	100.0
Sep	28.6	22.5	0.0	0.0	6.9	5.4	0.2	0.2	91.5	71.9	127.2	100.0
Oct	25.3	19.9	0.0	0.0	6.9	5.4	0.2	0.1	94.7	74.6	127.1	100.0
Nov	23.4	18.8	0.0	0.0	6.5	5.3	0.3	0.2	93.9	75.7	124.1	100.0
Dic	26.2	21.2	0.0	0.0	6.8	5.5	0.2	0.2	90.2	73.1	123.3	100.0

1/ Incluye Brems y Bonos IPAB.

*/ Menos de 50 millones de dólares.

Cuadro A 66
Posición de Deuda Externa Bruta
Clasificación por residencia ^{1/}
Saldos a fin de periodo

Conceptos	Millones de Dólares			Por ciento del PIB		
	2014 ^{p/}	2015 ^{p/}	Diferencia	2014 ^{p/}	2015 ^{p/}	Diferencia
TOTAL (I + II + III + IV)	285,754.4	297,896.4	12,142.0	23.40	27.20	3.80
TOTAL AJUSTADA (I + II +III + IV + V)	426,393.0	417,778.5	-8,614.5	34.92	38.15	3.23
SECTOR PÚBLICO (I + 3.3 + 4.2.1)	147,665.8	162,209.5	14,543.7	12.09	14.81	2.72
I. Gobierno Federal ^{2/}	78,573.4	82,588.3	4,014.9	6.43	7.54	1.11
II. Autoridad Monetaria	0.0	0.0	0.0	0.00	0.00	0.00
III. Sector Bancario	28,694.7	26,279.5	-2,415.2	2.35	2.40	0.05
3.1 Banca Comercial ^{3/}	17,845.7	14,960.1	-2,885.6	1.46	1.37	-0.10
3.2 Otras Sociedades de Depósito ^{4/}	1,319.7	1,319.5	-0.2	0.11	0.12	0.01
3.3 Banca de Desarrollo ^{2/}	9,529.3	9,999.9	470.6	0.78	0.91	0.13
IV. Otros Sectores	178,486.3	189,028.6	10,542.3	14.62	17.26	2.64
4.1 Sociedades Financieras No Bancarias ^{5/}	43.8	39.3	-4.5	0.00	0.00	0.00
4.2 Sociedades No Financieras	178,442.5	188,989.3	10,546.8	14.61	17.26	2.64
4.2.1 Organismos y Empresas Públicas ^{2/}	59,563.1	69,621.3	10,058.2	4.88	6.36	1.48
4.2.2 Sector Privado ^{6/}	118,879.4	119,368.0	488.6	9.74	10.90	1.16
4.2.3 IPAB ^{7/}	0.0	0.0	0.0	0.00	0.00	0.00
V. Ajustes (5.1-5.2+5.3+5.4+5.5)	140,638.6	119,882.0	-20,756.6	11.52	10.95	-0.57
5.1 Deuda en Moneda Nacional en Poder de No Residentes ^{8/}	143,857.7	123,298.5	-20,559.2	11.78	11.26	-0.52
5.2 Deuda en Moneda Extranjera en Poder de Residentes ^{9/}	4,183.2	4,557.9	374.7	0.34	0.42	0.07
5.3 Pasivos de Residentes Mexicanos con Agencias ^{10/}	887.9	1,100.5	212.6	0.07	0.10	0.03
5.4 Pemex-Pidiregas ^{11/}	0.0	0.0	0.0	0.00	0.00	0.00
5.5 Otros Pasivos con No Residentes ^{12/}	76.2	41.0	-35.2	0.01	0.00	0.00

1/ Las estadísticas de deuda externa bruta son compiladas por el Banco de México y la Secretaría de Hacienda y Crédito Público (SHCP). Con el propósito de apegarse al marco conceptual propuesto en el manual "External Debt Statistics: Guide for Compilers and Users" (2003), publicado por el FMI, y, al mismo tiempo, facilitar la comparación con las cifras oficiales (publicadas por la SHCP, disponibles en www.shcp.gob.mx), el cuadro presenta las estadísticas oficiales de deuda externa pública mexicana y los ajustes realizados para cumplir las especificaciones de las Normas Especiales de Divulgación de Datos (NEED) con relación al criterio de residencia.

2/ Toda la información relacionada con el sector público (gobierno federal, banca de desarrollo y organismos y empresas públicos) está clasificada de acuerdo al criterio de "usuario".

3/ A diferencia de las estadísticas oficiales, estos datos no incluyen la deuda de las agencias con otras entidades no residentes. La razón de la exclusión es que el manual "External Debt Statistics: Guide for Compilers and Users" (2003), publicado por el FMI, considera a las agencias como no residentes. Adicionalmente, es importante señalar que los datos presentados incluyen intereses devengados no pagados.

4/ Incluye: arrendadoras financieras, empresas de factoraje financiero, sociedades financieras de objeto limitado, sociedades de ahorro y préstamo, uniones de crédito y sociedades de inversión.

5/ Incluye: compañías de seguros, almacenes de depósito, casas de bolsa y afianzadoras. Debido a que las estadísticas oficiales no incluyen este rubro, se reporta como cero. Sin embargo la sección de ajustes toma en cuenta los pasivos de estos auxiliares financieros con no residentes.

6/ La fuente de los préstamos de corto y largo plazo es la encuesta del Banco de México "Outstanding Consolidated Claims on Mexico", la cual es aplicada a bancos extranjeros. Debido a que las estadísticas oficiales de deuda privada usan como fuente la información del deudor, las cifras pueden no coincidir con las publicaciones de la SHCP.

7/ Instituto para la Protección al Ahorro Bancario (IPAB). Debido a que las estadísticas oficiales no incluyen este rubro, se reporta como cero. Sin embargo la sección de ajustes toma en cuenta los pasivos del IPAB con no residentes.

8/ Corresponde a la tenencia de Cetes, Bonos, Bonos de tasa fija, Udibonos, Brems, Bpas y Bpat por parte de no residentes.

9/ Bonos del gobierno federal emitidos en moneda extranjera en poder de residentes mexicanos.

10/ Corresponde a los pasivos de residentes mexicanos con agencias de la banca comercial en el extranjero. Incluye tanto préstamos directos como la tenencia de agencias de bonos emitidos por residentes mexicanos.

11/ Los Pidiregas son un mecanismo que ha sido empleado para financiar proyectos petroleros y energéticos estratégicos de largo plazo desde 1995. Este rubro no incluye la deuda asociada con Pidiregas de CFE, porque se asume que esa deuda ya ha sido contabilizada en el sector privado. Si este supuesto no fuera correcto, la deuda externa bruta asociada con estos proyectos se estaría subestimando. A partir de 2009 se canceló el esquema de Pidiregas de Pemex, con lo que la inversión de esta empresa es financiada con recursos o endeudamiento propios, y por lo tanto, contabilizada como inversión presupuestaria.

12/ Incluye depósitos en Banco de México, tanto de organismos financieros internacionales como de bancos centrales extranjeros.

p/ Cifras preliminares. Para obtener los porcentajes respecto al producto se empleó el PIB del último trimestre del año y el tipo de cambio para solventar obligaciones pagaderas en moneda extranjera (FIX), de fin de periodo.

Fuente: Banco de México y SHCP.

Balance General



BALANCE GENERAL AL 31 DE DICIEMBRE DE 2015 MILLONES DE PESOS

ACTIVO		PASIVO Y CAPITAL CONTABLE	
RESERVA INTERNACIONAL	\$ 3,048,456	BASE MONETARIA	\$ 1,241,685
ACTIVOS INTERNACIONALES	3,063,313	BILLETES Y MONEDAS EN CIRCULACIÓN	1,239,327
PASIVOS A DEDUCIR	-14,857	DEPÓSITOS BANCARIOS EN CUENTA CORRIENTE	2,358
CRÉDITO AL GOBIERNO FEDERAL	0	DEPÓSITOS EN CUENTA CORRIENTE DEL GOBIERNO FEDERAL	337,151
TENENCIA DE VALORES	0	OTROS DEPÓSITOS DEL GOBIERNO FEDERAL	80,682
VALORES GUBERNAMENTALES	0	PASIVOS DE REGULACIÓN MONETARIA	1,461,170
VALORES IPAB	0	DEPÓSITOS DE REGULACIÓN MONETARIA	1,380,114
CRÉDITO A INSTITUCIONES BANCARIAS Y DEUDORES POR REPORTO	600,688	VALORES GUBERNAMENTALES	1,115,121
PARTICIPACIONES EN ORGANISMOS FINANCIEROS INTERNACIONALES	12,674	INSTITUCIONES BANCARIAS	264,993
INMUEBLES, MOBILIARIO Y EQUIPO	3,730	BONOS DE REGULACIÓN MONETARIA	55,005
OTROS ACTIVOS	14,108	OTROS DEPÓSITOS DE INSTITUCIONES BANCARIAS Y ACREEDORES POR REPORTO	26,051
SUMA ACTIVO	\$ 3,679,656	DEPÓSITOS DEL FONDO MEXICANO DEL PETRÓLEO PARA LA ESTABILIZACIÓN Y EL DESARROLLO	18
		FONDO MONETARIO INTERNACIONAL	0
		ASIGNACIONES DE DERECHOS ESPECIALES DE GIRO	68,150
		OTROS PASIVOS	72,117
		SUMA PASIVO	3,260,973
		CAPITAL	8,794
		RESERVAS DE CAPITAL	170,795
		REMANENTE DE OPERACIÓN DEL EJERCICIO	239,094
		SUMA CAPITAL CONTABLE	418,683
		SUMA PASIVO Y CAPITAL CONTABLE	\$ 3,679,656

CUENTAS DE ORDEN \$28,858,527

El presente estado ha sido preparado de acuerdo con los requerimientos de información financiera prescritos en la Ley y el Reglamento Interior del Banco de México, y en apego a lo dispuesto en las Normas de Información Financiera de Banco de México, las cuales cuentan con la opinión favorable del Consejo Mexicano de Normas de Información Financiera, A.C. sobre su total convergencia con las Normas de Información Financiera nacionales, excepto por aquellos casos en los que la Ley del Banco de México dicta un tratamiento distinto. En cumplimiento de lo dispuesto en el artículo 38 del Reglamento, la Reserva Internacional corresponde a la definición que se contiene en el artículo 19 de la Ley; los Valores Gubernamentales se presentan netos de las tenencias de esos títulos después de descontar los depósitos de regulación monetaria, sin considerar en este rubro los valores adquiridos o transmitidos mediante reportos, y en caso de saldo acreedor, éste se ubica en el rubro Depósitos de Regulación Monetaria; la tenencia de Valores IPAB fue resultado de los títulos del Instituto para la Protección al Ahorro Bancario adquiridos por Banco de México mediante el programa de recompras realizado en 2008, los cuales llegaron a su vencimiento en septiembre de 2015; el Crédito a Instituciones Bancarias y Deudores por Reporto incluye a la Banca Múltiple, la Banca de Desarrollo y operaciones de reporto. Los saldos en moneda extranjera se valorizaron al tipo de cotización del día.

DRA. LORENZA MARTÍNEZ TRIGUEROS
DIRECTORA GENERAL DE SISTEMAS DE PAGOS
Y SERVICIOS CORPORATIVOS

DR. AGUSTÍN GUILLERMO CARSTENS CARSTENS
GOBERNADOR

C.P. RICARDO PIÑA GUTIÉRREZ
DIRECTOR DE CONTABILIDAD, PLANEACIÓN Y
PRESUPUESTO



BANCO DE MÉXICO

Abril 2016

www.banxico.org.mx